

2015年2月9日 全37頁

# 今後10年の世界経済

## 日本経済中期予測（2015年2月）1章

経済調査部 シニアエコノミスト  
近藤 智也

### [要約]

- 今後10年間（2015～24年）の世界経済の平均成長率は3.3%と予測する。
- 米国経済は今後10年間で平均2.4%と見込む一方、欧州経済は1.3%にとどまる。
- Fedは2015年Q4から利上げを開始し、引き締めペースは従来よりも緩やかになる。ただ、日欧の金融緩和が継続している状況下、Fedの政策変更がもたらす影響は増幅される可能性がある。
- デフレ懸念に直面する欧州ではユーロ安と原油安が景気を下支えすると期待される。
- 原油価格は緩やかな上昇を見込むが、予測最終期間でも90ドルに届かない想定である。
- 原油価格の急落が世界経済に及ぼす影響は、国・地域によって大きく異なる。米国や欧州経済には、家計の購買力向上などを通じてプラスに作用する。
- 原油安の負の影響が相対的に大きいのが産油国など資源輸出に依存する新興国・その他経済であろう。
- 目次

(1) 世界経済の見通しとリスク.....	2
(2) 原油価格の下落が世界経済に及ぼす影響.....	28

## (1) 世界経済の見通しとリスク

### <要約>

#### ポイント：世界経済の想定は、慎重な見方を維持する

- ・ 今後 10 年間（2015～24 年）の世界経済の平均成長率は 3.3%と予測する。
- ・ 世界経済における勝ち組である米国経済は今後 10 年間で平均 2.4%と見込む一方、欧州経済の平均成長率は 1.3%にとどまる。
- ・ 米国の場合、原油安に伴うエネルギー関連部門の調整は避けられないが、家計をはじめ国全体でみれば購買力の向上となり、ネガティブ要因を上回るだろう。
- ・ Fed は 2015 年 Q4 から利上げを開始するが、引き締めペースは従来よりも緩やかになり、最終的な到達水準は前回の利上げ局面（2004～06 年）よりも低くなると想定する。
- ・ デフレ懸念に直面している欧州では、漸く ECB が量的緩和策に踏み切る。ユーロ安と原油安が景気を下支えすると期待される。
- ・ 予測前半に予想される米国の金融政策変更の影響を受けやすいのは、新興国であろう。
- ・ 原油価格の急落が世界経済に及ぼす影響は、国・地域によって大きく異なる。予測期間中の原油価格は緩やかな上昇を見込むが、予測最終期間でも 90 ドルに届かない想定。

### ① 世界経済の想定

#### 引き続き慎重な見方を維持する

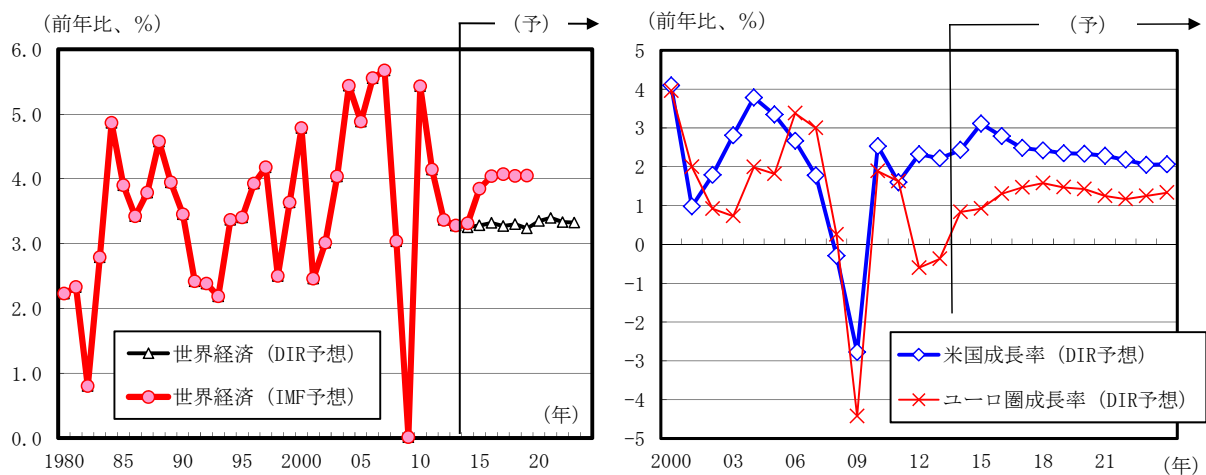
今回の中期予測で想定する世界経済の今後 10 年間（2015～24 年）の平均成長率は 3.3%であり、予測期間の前半（2015～19 年）の平均 3.3%から後半（2020～24 年）は平均 3.4%へと若干上昇する。後述するように、予測期間前半には、Fed が 2008 年末以来の事実上のゼロ金利政策を解除し、過去にない緩やかなペースながら、約 11 年ぶりの利上げ局面を想定している。このような米国の金融政策の変更は米国のみならず、世界全体に影響を及ぼすと考えられる一方、利上げが一段落する後半にかけては、やや成長が加速するとみている。但し、2014 年 8 月時点の前回予測（平均 3.4%）に比べると世界経済成長率を 0.1%pt 下方修正した。

米国に関しては、目先政治的なリスクはあるものの、雇用環境の改善を背景にした個人消費の底堅さ、さらには原油安が家計の購買力アップに寄与するだろう。原油安の影響は、エネルギー部門の設備投資や輸出計画の見直しにもつながるとみられるが、総じてプラスと捉えている。一方、欧州や中国をはじめとした新興国に対する見方を、特に前半部分において慎重なものに見直した。デフレ懸念に直面している欧州は、地政学的リスクに加えて ECB が量的緩和策に踏み切るなど政策的に追い込まれている感はあるが、ここでも原油安が景気の下支え効果を発揮すると期待される。逆に、原油安の負の影響が相対的に大きいのが産油国など資源輸出に依存する新興国・その他経済であろう。中国にとって原油安はポジティブであるが、標準シナリオである成長低下トレンドを修正するほどではないだろう。むしろ、予測前半に予想される米国の金融政策の影響を最も受けるのが新興国であるとみられる。

IMF が 2014 年 10 月に発表した世界経済見通しでは、2014 年の世界全体の成長率が同年 7 月時点の 3.4%から 3.3%に引き下げられ、2015 年も 3.8%に加速するとはいえ、当初の 4.0%から下方修正された。米国の上方修正とユーロ圏や日本の下方修正が相殺されて、先進国の予想はほぼ変わらなかったが、IMF が“回復の原動力の大半になる”と期待していた先進国の力強さは想定を下回っている。ただ、2016～19 年にかけて世界経済は平均 4.1%成長に高まると、IMF は引き続き見込んでおり、これに対して、当社の想定は IMF を 0.8%pt ほど下回る慎重なものである。具体的には、米国の 2016～19 年の平均成長率が IMF の想定に比べ 0.3%pt、ユーロ圏が 0.2%pt、新興国を中心としたその他地域が 0.9%pt といずれも下回っている<sup>1</sup>。

このように世界経済の下方修正が常態化している中で、米国の見通しだけが上方修正されており、米国経済の一人勝ちの様相が一段と強まっている。それだけ米国経済が強さを持続する蓋然性が注目されており、もし米国経済も変調をきたせば世界全体の見通しはさらに見直せざるを得なくなる。

図表 1-1-1 世界経済の見通し（左）と欧米の姿（右）



(注) 購買力平価ベース。

(出所) IMF 資料 (World Economic Outlook, 2014 Oct.)、BEA、Eurostat 資料より大和総研作成

<sup>1</sup> なお、2015年1月にIMFは向こう2年間の世界経済見通しを改訂し、2015年の世界経済の予想成長率を3.5%、16年を3.8%と3ヶ月前の時点からそれぞれ0.3%ptずつ引き下げた。地域的には、日欧の先進各国に加えて、中国やロシア、ブラジルといったBRICsにラテンアメリカ、中東、アフリカなど広範囲の新興市場及び途上国が下方修正された。背景には、2014年Q4以降の原油などの価格下落の影響があり、これは原油輸入国・消費国の購買力改善につながるが、原油を含めた一次産品輸出国にとってはネガティブに作用するとIMFはみている。

## 今後、予想される世界を動かすリスク要因

今回の中期予測が前提とする世界経済は非常に緩やかな動きになっているが、過去を振り返ってみると、実際には様々な材料がプラス・マイナスに作用して成長率はアップダウンしている。IMFの世界経済見通しでも言及された、エボラ出血熱の問題はアフリカ経済に大打撃を与えるし、ウクライナ危機やイスラム国などの地政学的リスクは、長期間にわたって周辺地域に悪影響を及ぼす。また、日銀が金融政策決定会合後に公表する声明文や金融経済月報で言及する日本経済にとってのリスク要因は、“新興国・資源国経済の動向、欧州における債務問題の展開や低インフレ長期化のリスク、米国経済の回復ペースなど”であり<sup>2</sup>、ほぼ世界全体にわたっている。

世界経済フォーラム（World Economic Forum, WEF）がまとめた「グローバルリスク報告書」によると<sup>3</sup>、今後10年間で発生する可能性が高いグローバルリスクとしてトップに挙げられているのが「地域に重要な結果をもたらす国家紛争」であり、その他に「国家統治の失敗」や「国家の崩壊または危機」など地政学的リスクが上位を占めている<sup>4</sup>。これまで財政危機や資産価格の急落、所得格差の拡大、構造的失業など経済リスクが世界にとって脅威であると認識されてきたが（昨年までは「所得格差」が過去3年連続でトップ）、一転して、地政学的リスクが表面化している。

それだけ経済リスクは相対的に小さくなっていると言えるかもしれないが、過去3~4ヶ月間に起きている事象をみれば、決して潜在的な経済リスクは低下していない。2014年10月から加速した原油価格の急落は、恩恵を享受する国と著しい悪影響を受ける国を生み出し、世界経済の短期的な見通しを複雑にしてしまった。また、予測期間前半に予想される先進国の金融政策の差異も、市場にボラタイルな変動をもたらさだろう。特に米国の政策変更は、グローバルマネーフローの変化を通じて新興国経済により大きな影響を与える可能性がある。

一方、中国自身が不動産や過剰設備など国内の不安定要因を抱えており、ソフトランディングに向けた難しい舵取りを迫られている。世界第2位の規模を持つ中国経済の成長鈍化が標準シナリオになっているだけに、周辺のアジア新興国は影響を避けられず、むしろ米国の政策変更の影響とダブルで効いてくるリスクがあろう。

日本に続いてユーロ圏も景気低迷とデフレ懸念の高まりに直面しており、ECBは日米に遅れる形で量的緩和を決定した。欧州は、統合深化が進まずに再び危機を迎えた場合にどう対応するかというリスクを抱えており<sup>5</sup>、欧州内の調整・行動の緩慢さは問題解決を長期化させる恐れがある。

<sup>2</sup> 例えば、2015年1月20-21日の会合 [http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2015/k150121a.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2015/k150121a.pdf)

<sup>3</sup> <http://www.weforum.org/issues/global-risks> 直近は2015年1月に公表された「Global Risks 2015 report」。

<sup>4</sup> 起こった場合の影響が大きいグローバルリスクとしては、水危機や感染性疾患の蔓延、大量破壊兵器、国家紛争、気候変動への適応失敗などが列挙されている。

<sup>5</sup> 2010~12年の欧州債務危機の発端になったギリシャは、EUやIMFからの金融支援を受けながら財政再建に取り組んできたが、2015年1月に実施された総選挙で、危機後初となる反緊縮路線の政権が誕生した。これまでの枠組みを変えることを公約にしての勝利だけに、EUやIMFとの交渉の行方次第では、再び金融市場混乱の原因になるリスクがある。

一人勝ちの様相もある米国にしても、リーマン・ショックの後遺症から完全に脱したわけではなく、むしろリーマン・ショックに起因する構造変化に対応しなければならない。また、日銀の追加緩和策や欧州を巡る様々な問題の発生は、2011年半ばからの米ドル高トレンドに拍車をかけているが、今のところ米国政府は強いドルを許容する姿勢を変えていない。国内景気が好調であるが故の余裕といえる。だが、グローバルな企業ほど相手先の景気減速も影響し、米ドル建ての売上・収益が圧迫されている。今後、米国経済自身に変調が見られたとき、果たしてどこまで忍耐強くいられるか疑問が残る。特に、TPPなどの貿易交渉や選挙を控えているタイミングでは、米国内からの反発が大きくなる恐れがある。

また、リーマン・ショックの反省から金融機関に対する規制強化の流れがあった一方、欧米ではグローバル企業に対する課税強化の動きも強まっている。金融危機に対処した結果、政府債務が膨張し、欧州を中心に債務を減らす(=歳入を増やす)一手段として取り組まれている。具体的には、税制の差異を利用する多国籍企業、一部の国における税優遇措置などが批判的になっている。逆に、自国内に(内外を問わず)企業・雇用を呼び込むために、法人税率引き下げを模索する動きは依然としてみられ、飴と鞭の政策は企業行動を制約する可能性がある。

## ② 米国経済の見通し

### (i) 2014年の米国経済

勝ち組である米国経済の2014年を振り返ってみると、悪天候の影響でQ1の実質GDP成長率は前期比年率2.1%減と3年ぶりのマイナス成長に落ち込んでしまったが、Q2の反動増に続いてQ3も5.0%増と11年ぶりの高成長を達成した。2014年全体でも、年央の1%台半ばの悲観的な見方からリーマン・ショック後の平均的な回復ペース(2.2%)を上回る2.4%成長となった。

個人消費主導の景気回復を辿った背景には、長期に及ぶ賃金上昇の伸び悩みや格差拡大といった構造変化は解消されていないものの、雇用者数の増加ペースが徐々に加速し、2014年央にはリーマン・ショック前のピークの水準を上回るなど労働市場が量的に改善していることが挙げられよう。また、中間選挙を控えて、2013年のような財政を巡る大きな混乱<sup>6</sup>が回避されたことも、民間主導の成長に寄与したとみられる。

他方、金融政策は、2012年9月から始まった量的緩和策(いわゆるQE3)の資産買入れ規模が2014年初から段階的に縮小し(Tapering)、10月末に終了した。2013年春、バーナンキ前FRB議長がQE3の縮小開始と終了のスケジュールを示唆しただけで、金融当局がまだ遠い先の話と

<sup>6</sup> 2013年は、“財政の崖”回避の結果としての強制歳出削減から始まり、2014年度予算及び債務上限問題を巡る政治の混乱が再び生じ、市場・経済の機能不全の恐れを招いた。実際、同年10月には政府機関の一部閉鎖に追い込まれ、債務上限の引き上げの可否は財務省の主張する期限前ギリギリに妥協案が成立した。その結果、2014・15年度予算の大枠で合意し2014年9月末までの暫定予算が成立、強制歳出削減の追加措置も回避された。



強調していた本格的な出口戦略をも市場は織り込み始め、長期金利は急騰した。実に、4ヶ月間で米国の10年国債利回りは1.6%台から3%近くまで上昇したのである。この経緯を踏まえると、毎回のFOMCで粛々と縮小し続けることで市場の不透明感を払拭し、長期金利の上昇を防いだ点は、2004～06年の利上げ局面を彷彿とさせた。

ただ、後述するように、海外の経済金融環境がサポートした面もあろう。海外景気の行方に対する不確実性が増したために安全資産である米国債が選好され、また、ECBの追加金融政策への思惑から欧州の国債利回りが大きく低下し、一段と米国債の買いに拍車がかかった側面もあっただろう。そして、ドル高（加えて、年末には原油安）が米国のインフレ圧力を抑制しFedの正常化プロセスが長期化するという期待が働いているとみられる。

### 政治的リスクは残るが、2015～16年にかけて成長率予想は上方修正

2010年の中間選挙によって生じたねじれ議会が政治停滞を招いてきたが、2014年11月に実施された中間選挙の結果、下院だけでなく、上院も野党・共和党が過半数を占め、ねじれ状態は解消された。1995年時のクリントン政権と同じ構図だが、クリントン政権が再選を目指す立場だったのに対して、オバマ政権の任期は2年を残すのみである。

目先の課題としては、2月末で切れる国土安全保障省関連の暫定予算の延長であり、続いて、3月15日には連邦政府の債務上限が一時撤廃されている期限を迎える。当面は財務省によるテクニカルなやり繰りで乗り切れるものの、いずれ対策も尽きよう（問題になるのは2015年半ばとみられる）。

レガシー作りにこだわるオバマ大統領は、不法移民の取り扱いを含めた移民制度改革を当初から訴えてきたが、ねじれ議会のもとでは実現できなかった。それを、中間選挙後に大統領令という形で強行し、共和党の強い反発を受けている。また、2014年12月には、キューバとの国交正常化交渉の開始を表明し、共和党の保守派が反発している。いずれも、オバマ大統領（民主党）の支持層、ヒスパニック系に大きなメリットがある政策であり、共和党もヒスパニック系の反発は回避したい。

一方、議会多数派となった共和党は、オバマ大統領が環境に配慮して判断を先送りしたカナダとメキシコ湾岸を結ぶ石油パイプライン建設を推進しようとしており、利便性の高まりや雇用増に結び付くとして、民主党からも賛成者が出ている。依然としてオバマ政権は慎重な姿勢を変えておらず、焦点の一つになっている。さらに、共和党は、2010年3月に成立したオバマケアの実質的な骨抜きを目指しているが、オバマケアがオバマ大統領のレガシーの根幹であることから、共和党の動きには拒否権発動を示唆している<sup>7</sup>。

<sup>7</sup> TPP推進については、議会共和党とオバマ大統領のスタンスが一致している政策であり、むしろオバマ大統領の身内である民主党議員の方が、支持団体の労組への配慮からTPPに慎重な姿勢をみせていた。

強硬な姿勢を崩さないオバマ大統領・民主党と共和党の対立が、2013年のような政治的混乱を繰り返す可能性はゼロではないだろうが、果たしてレームダック化が進むオバマ政権を一段と追いつめるメリットが共和党にあるか。国民のワシントンに対する不信感の高まりをみると、2013年の混乱がもたらしたダメージは、共和党にとっても大きかったとみられる。当然ながら、共和党にとって最大の政治イベントは、2016年11月の大統領選挙で勝利することである。ただ、オバマ大統領の3選がない民主党サイドからは、ヒラリー元国務長官が中間選挙の時から精力的に全国を遊説し資金集めにも注力しているのに対して、共和党側の候補者は皆どんぐりの背比べ状態である。また、2016年に入ると両党の予備選挙が本格化するために、去りゆくオバマ大統領が実績作りのために推進したい法案が議会を通過する可能性は小さくなるだろう。

このような政治的リスクが民間の経済活動の足を引っ張ることがなければ、2015～16年の米国経済は堅調さを持続する蓋然性が高く、特に、2015年は10年ぶりとなる3%超の成長が期待される。短期的見通しのパターンとして、足元が低成長であっても、1～2年後には年率3%成長に回帰していくというのが一般的である。2014年年央からの高成長は一時的な特殊要因によるものではなく、労働市場の改善→堅調な個人消費というオーソドックスだが、持続性のある成長過程を辿っている。

2015年1月末のFOMC声明文でも、“経済活動は堅調なペースで拡大している”“力強い雇用の増加”と現状認識が上方修正されている。さらに、足元のエネルギー価格の下落は、エネルギー関連セクターにとっては逆風だが、同時に家計の購買力を押し上げるとみられる。この結果、市場コンセンサスのみならず、世界全体の予想成長率を下方修正したIMFや世界銀行も、米国については例外的に上方修正し、2015～16年ともに3%超の成長を見込んでいる<sup>8</sup>。

### 米国の賃金上昇は本格化するか？

米国の失業率は、2009年Q4に9.9%とピークを付けてから順調に低下し、2014年Q4には5.7%とCBOが推計するNAIRU（Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment、自然失業率、構造的失業率）の5.4%に接近している<sup>9</sup>。その乖離幅は2008年以降では最小であり、このまま低下が続けば、約7年ぶりにNAIRUを下回る可能性も出てくる。これまでの経験則として、失業率がNAIRUを下回ると、賃金上昇率が加速するという関係がみられる。

2000年代前半には、ベネフィットコストが高い伸びを示したために、相対的に賃金上昇率は抑制された（雇用コストは賃金とベネフィットの合計）。それでも賃金上昇率は前年比2%を上回っていたが、今回の景気回復局面では2%を下回り続けた。低下してきたとはいえ、失業率の

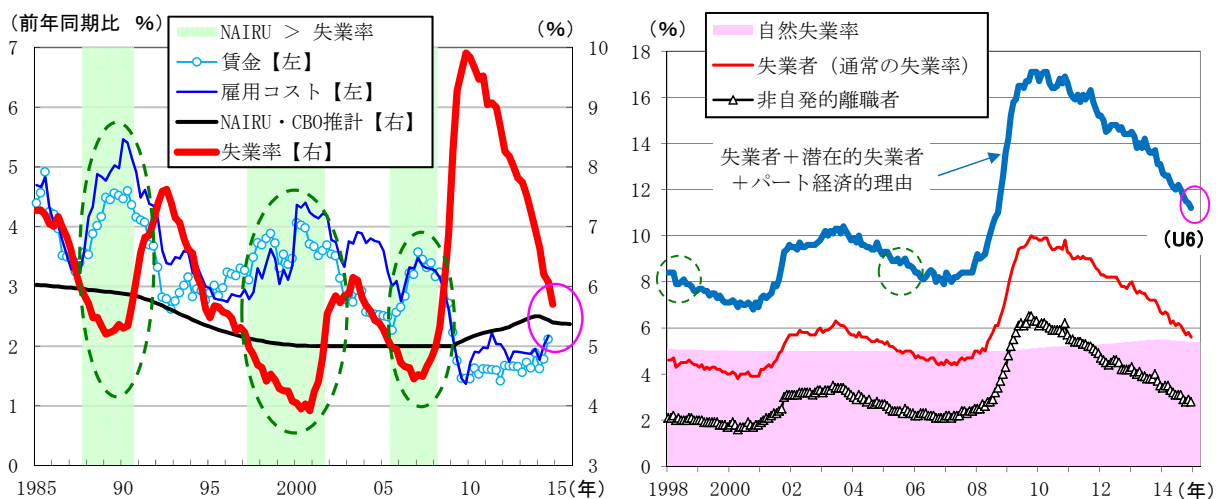
<sup>8</sup> 2015年1月に発表されたIMFの見通しでは2015年3.6%、2016年3.3%、世界銀行は2015年3.2%、2016年3.0%を予想している。

<sup>9</sup> なお、CBOは、これまでNAIRUが2014年の5.5%をピークに緩やかに低下していく（2019年5.4%、2024年5.2%）と試算していた。2015年1月に発表された見通しでは、2015年以降NAIRUが低下していく姿に変更はないものの、全体的に0.1%pt程度引き下げられ、2019年で5.3%、2023年からは5.2%を若干下回る。リーマン・ショック前後の構造変化によって、NAIRUが従来よりも上方にシフトしているのではないかという見方が強まっているが、その上昇幅については議論が残っている。

水準が高く、それだけ労働需給が緩んでいたことを示す。それが足元では、失業率は NAIRU と交差する水準近くまで下がっており、2015 年は賃金上昇率が漸く加速すると期待されている。

だが、伝統的な物差しである“失業率”が労働市場の実態を正確に反映しているのかという疑問がある。失業者が雇用者にシフトすることで失業率が低下するのが本来の姿だとすれば、今回は、非労働力化（労働参加率の低下）によって、統計上の失業率が押し下げられているといえよう。2006～07 年時の労働参加率が約 66%であったのに対して、足元では 63%を下回り、依然として明確に下げ止まっていない。また、より広義の失業率<sup>10</sup>（U6）をみると、過去に失業率が NAIRU を下回った 1997 年や 2005 年には 9%弱だったのに対して、2014 年末は下がってきたとはいえ、11%を上回っている。このように、U6 の依然として高い水準は、統計上の失業率で計るよりも大きな労働市場の緩み（スラック）が存在することを示す。従って、賃金上昇率が加速し始めるには従来よりも時間がかかるとみられ、上昇幅も限定的になる可能性がある。

図表 1-1-2 失業率と賃金上昇率（左）、様々な定義の失業率（右）



(注) 雇用コストや賃金は非軍人ベース。

(出所) BLS、CBO、FRB of SF、Haver Analytics 資料より大和総研作成

## (ii) 米国の金融政策の行方

イエレン FRB 議長は、バーナンキ前議長の路線を継承して FOMC ごとに QE3 に伴う資産買い入れ規模を減額し続け、10 月の FOMC で買い入れ額をゼロにした。ただ、QE3 の段階的縮小は金融緩和のアクセルを徐々に弱めてきたにすぎず、QE3 終了=ブレーキを踏む（金融引き締め）わけではない。市場の関心事は次の一手、つまり、いつ利上げを開始するのか、そしてバランスシート（資産残高）をどう調整していくかという出口戦略に移っている。

<sup>10</sup> U6：統計上の失業者に、働く意思はあって働けるが、過去 4 週間は求職活動をしていない潜在的な失業者とフルタイムの仕事を希望しているが、経済的理由でやむを得ずパートの仕事に就いている者を合わせたもの。



利上げに関しては、インフレに配慮しながら QE3 終了後も相当な期間、事実上のゼロ金利政策を継続できるとしてきた、従来の表現と意味合いは同じとしながらも、2014 年 12 月の FOMC 声明文のなかで、金融政策の正常化を開始するまで「忍耐強く」(“patient”) になれると言及した。これは、2004 年 6 月末の利上げ開始 5 ヶ月前から使用し始めた表現と同じであり、約 11 年ぶりに復活させて近い将来の利上げ開始を示唆した格好である。

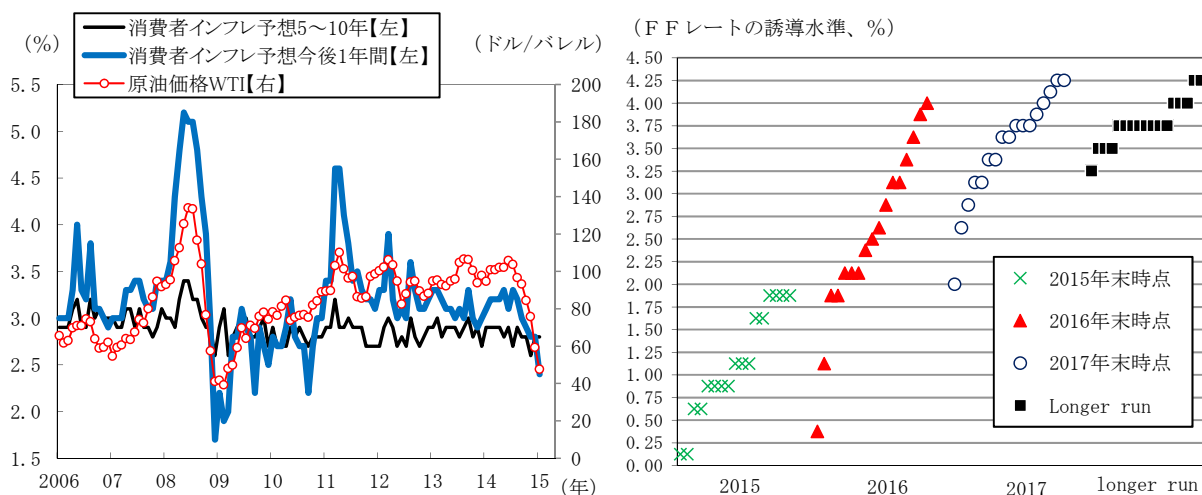
同時に公表された Fed メンバーが想定する利上げ時期の見通しを見ると、9 割近いメンバーが 2015 年中のゼロ金利解除を見込んでいるが、具体的な開始時期やその後の引き締めペースについては、依然として相当なばらつきがあるようだ。例えば、2015 年中の利上げを想定するメンバーでも 2015 年末時点の水準感は 0.625~1.875% に万遍なく分布している (同傾向は、2016 年末や 2017 年末にもみられる)。一方、メンバーの予想中央値を取ると、2015 年末 1.125%、2016 年末 2.500%、2017 年末 3.625% となっており、各一年間の上昇幅は限定的である。また、FF レートの誘導目標の長期水準、いわゆるニュートラルな金利水準は 3.75% (メンバー予想の中央値) であり、2018 年にかけて利上げの最終局面を迎えるイメージになるう。

今回の中期予測では、2015 年 Q4 からの利上げ開始という見方に変更はないものの、利上げペースは従来にも増して緩やかなものになるだろうと修正した。今回の場合、当初は 3 ヶ月間で 25bp ずつというペースで利上げし、2016 年末から 2017 年にかけてややペースが加速し、2018 年初めに FF レートの誘導目標を 3.50% に引き上げて、一連の引き締めを終了すると予想している (2014 年 8 月の予測では 2017 年末 3.75% で終了と想定)。グリーンズパン議長時代の 2004~06 年の引き締め局面では、毎回 25bp ずつ、計 17 回で 425bp 引き上げるという当時としては異例のパターンを辿りながら、長期金利が上昇しない、いわゆる「謎」(“conundrum”) の状態が生じて、その後の住宅バブルが起きる一因になったとされる。今回は、前回以上に緩やかなペースで、しかも前回 (2006 年 6 月末に 5.25%) を大幅に下回る水準 3.50% で終了すると予想する。この水準は過去と比べて決して高くないが、背景には、リーマン・ショックを経て潜在成長率が下方屈折した可能性があり、それに伴い、政策金利のニュートラルな水準も下がっているとみられる。

そして、予測期間後半にかけては、金融当局が实体经济に合わせて政策金利を小幅調整すると想定しているが、米国の潜在成長率に沿った経済成長に落ち着くことから、インフレ目標をやや下回る程度で物価も安定し、引下げ幅は限定的であると予想する。

過去に例がないほどの緩やかな利上げを可能にする要因には、インフレ率やインフレ期待が低位安定していることが挙げられる。足元では、米ドル高に加えて、エネルギー価格の急落がインフレ抑制に寄与しているため、Fed には考える時間的な余裕があり、つまりは急がずにフレンドリーな政策を実施してくれると市場は期待している。ただ、市場の見方 (FF 先物市場) と Fed メンバーの想定には乖離があり、前述のメンバーの予想中央値やイエレン議長の記者会見における発言を踏まえると、最初の利上げのタイミングは 2004 年同様に年央であろうと思われる。認識のギャップは潜在的な混乱の源であり、市場の無用な混乱を招かないためにも、Fed は一層、市場とのコミュニケーションに神経を使うことになるだろう。

図表 1-1-3 消費者のインフレ期待 (左)、Fed メンバーの FF 金利予想 2014 年 12 月時点 (右)



(出所) ミシガン大/ロイター、EIA、FRB、Haver Analytics 資料より大和総研作成

### 困難が予想されるバランスシートの縮小

一方、バランスシート縮小に関しては、QE3 終了を前にして、Fed は 2014 年 9 月に出口戦略の基本的な方針“金融政策正常化の方針と計画”を見直した。具体的には、①利上げは経済の現状・見通しに基づいて実施し、政策金利である FF レートの誘導目標はレンジで示す、②利上げの際には、超過準備への付利やリバースレポで資金吸収を行って金利を調整する、③利上げ開始後に、残高維持のための再投資を段階的に縮小・停止する。現時点では MBS の売却を計画していないが、将来の限定的な売却の可能性を残す、等である。2011 年 6 月に決定された従来の方針では、まず、再投資の一部停止・終了してから政策金利の指針を修正し、そして実際に政策金利を引き上げた後、しばらくして GSE 債や MBS の売却を開始し 3~5 年かけて完了するというものだった。つまり、再投資の終了 (= バランスシートの縮小) と利上げの順番を入れ替えた点、そして積極的な縮小を意味する資産売却のスケジュールを明示しなかった点が大きな変更であり、より長期金利の動向に配慮した対応といえよう。

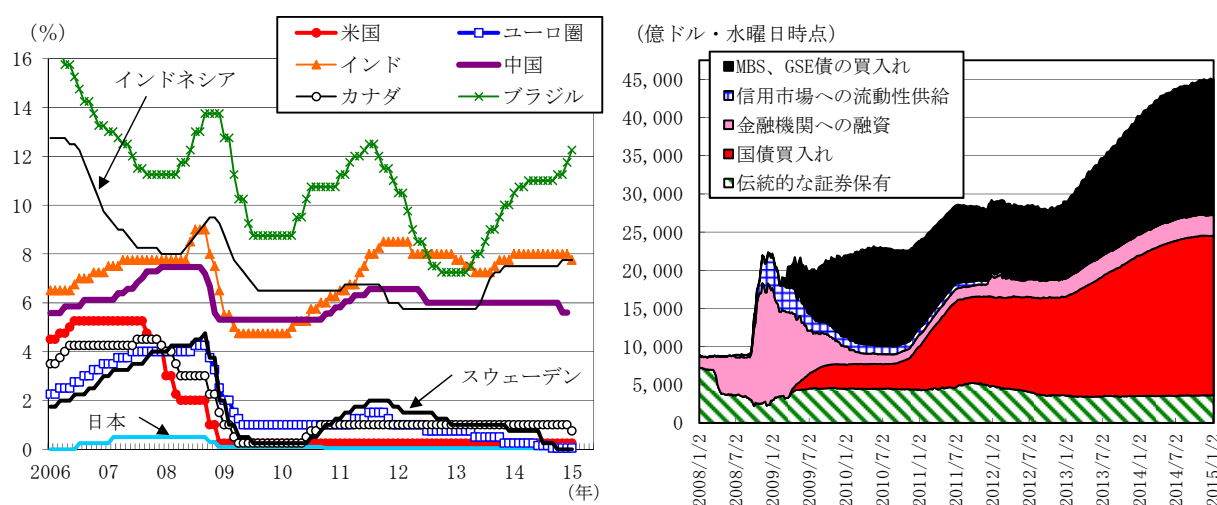
今回の中期予測では、QE3 終了後も継続されている再投資の規模縮小・停止を見込む一方、国債や MBS 債の売却を伴うバランスシートの縮小には、慎重に対応するのではないかと想定している。特に 2016~22 年にかけては、Fed が保有する米国債のうち満期償還を迎える規模が毎年 2,000 億ドル前後以上になる予定であり、再投資の規模縮小でも市場への影響が想定される。このように、4.5 兆ドルまで膨張してしまったバランスシートを、リーマン・ショック前の 9,000 億ドル弱の規模まで戻すには相当なエネルギーが必要であり、市場へのインパクトも QE3 終了とは比べものにならないほど大きいだろう<sup>11</sup>。Fed の新たな出口戦略では従来よりも資産売却に

<sup>11</sup> IMF は、2014 年 10 月に発表した国際金融安定性報告書のなかで、“市場の急激な調整が起り、債券市場のタムプレミアムが過去の平均的な水準に戻り (100 ベーシス上昇)、信用リスクプレミアムの水準も正常化 (信用リスクのプライシングは 100 ベーシス上昇) した場合、世界全体で債券ポートフォリオの評価額は 8% 以上、3.8 兆ドル強減少する。この規模の損失が短期間で発生した場合にはポートフォリオの調整や債券市場の混乱

消極的な姿勢をみせており、それだけ影響が大きい可能性を示唆する。

仮に売却を始めたとしても、2011年当時の1.5倍以上に残高が膨らんでいることから、正常化に要する時間は相当長くなるだろうし、意図した政策効果がみられるか、出口政策が副作用を伴わないか、慎重に見極める必要があるだろう。中期予測では、潜在成長率を大きく上回るような高成長を見込んでおらず、それ故、Fedが金融引き締めのパースを加速させなければならない可能性は低いとみている。

図表 1-1-4 各国の政策金利（左）、FRBのバランスシート（右）



(出所) FRB、FRB Cleveland、Haver Analytics 資料より大和総研作成

### 米国の金融政策変更がもたらす影響が増幅される可能性

イエレン議長のもと、多少インフレ率が上昇しても、一定の雇用環境の改善を確実にしたいという考え方が強い。伝統的な物差しである失業率だけでなく、様々な労働指標を総合的にみて判断するという姿勢であり、賃金上昇率の伸び悩みや経済的理由のパート比率の高さなどに言及し、労働市場の質的な回復は不十分であるとしてきた。

米国の潜在成長率は、若年層の労働参加率低下等に見られる労働の質の悪化や、IT バブル崩壊以降、多国籍企業の海外進出の活発化や、企業の国内設備投資に対する消極的な姿勢が続いていることなどの構造要因を背景に、従来よりも下方修正されている。この結果、リーマン・ショック後の2010～14年に続いて、2015～18年にかけても潜在成長率を上回る経済成長が続くとみられ、GDPギャップは順調に縮小しインフレ圧力が高まる方向に働くだろう。

を引き起こし、世界規模で金融市場が混乱する恐れがある”と懸念していた。

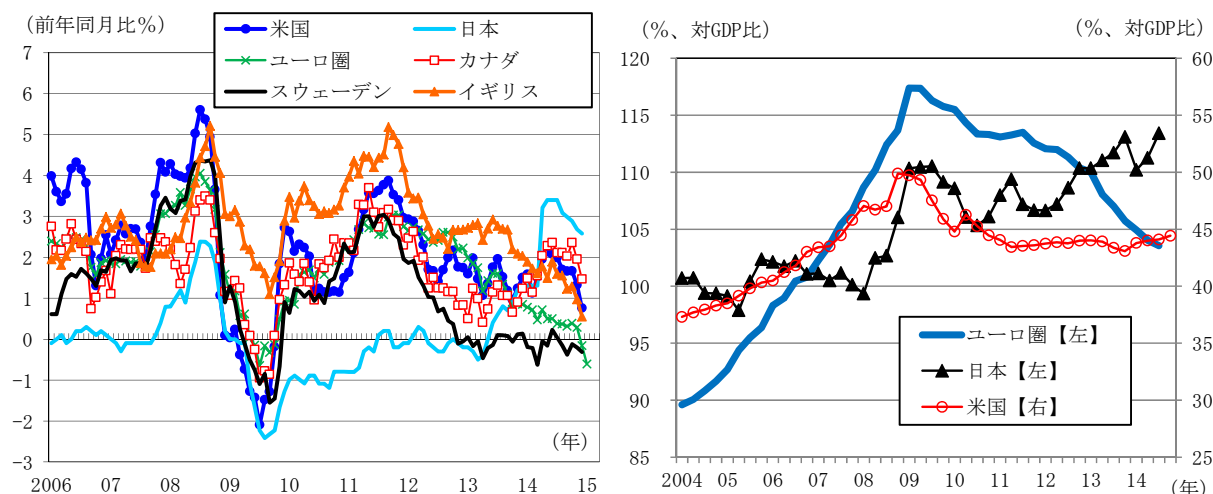
一方、ゼロ金利の状態が長期間に及ぶ分だけ（2003年の1%時代が1年だったのに対して、今回のゼロ金利は2015年末までで7年に）、将来的に必要な利上げ幅もむしろ大きくなってしまふ恐れがあるというタカ派の懸念が完全に払拭されていない。現状、ドル高や原油安などの外部要因がインフレに対する警戒感を大きく後退させ、Fedの低金利政策をサポートするという好環境をもたらしているが、原油価格が一転して大幅に上昇するリスクもあるだろうし、今後もインフレ期待の抑制に成功し続けられるという保証はないだろう。

先進国を中心に世界各国が金融緩和策を実施している状況ではあるものの、それぞれの置かれたポジションや方向性は異なっている。厄介なことに、米国が利上げなど出口戦略を本格化させるであろう2015～17年には、日欧など他の先進国の金融政策は緩和継続という、米国とは逆のベクトルを向いており、しかもその違いが一段と鮮明になっている可能性が高い。

2015年1月、ECBは3月から少なくとも2016年9月まで毎月国債を買い入れる量的緩和を決定し、デフレ阻止の姿勢を鮮明にしたといえよう。だが、日米に比べると決断に時間がかかったこともあり、政策効果は不透明、あるいは期待できずという評価が根強い。予想される低成長・低インフレ状況下では、中期的なインフレ見通しが2.0%に達するとは想定しにくく、2016年後半以降も量的緩和策を継続せざるを得ないだろう。

このように金融政策の方向性が異なる状況下では、Fedの政策変更がもたらす影響は増幅され、米国内にとどまらず、為替レートの変動等を通じて世界中に及ぶ可能性がある。但し、これまでのFedは、金融政策は国内情勢・見通しに基づいて判断されるという立場であり、国際情勢から受ける影響には多少留意しても、自分たちの政策判断が海外に及ぼす点については、表面的にはあまり重視していないとみられる。

図表 1-1-5 先進国のインフレ率（左）、日米欧の民間向け銀行貸出残高（右）



(注) インフレ率は消費者物価、但し、日本は生鮮食品を除く総合。

(出所) ECB、BOJ、FRB、Haver Analytics 資料より大和総研作成

### (iii) 米国の立ち位置～勝ち組である米国にリスクはあるか

5～10年とより長めの見通しでは、米国の成長率は2%台前半にペースダウンしていくとの見方でまとまっており、背景には、米国の潜在成長率はその程度であろうというコンセンサスがある。つまり、目先（2015～17年）は潜在成長率を上回る伸びを実現したとしても、結局は潜在成長率に収斂すると見込まれる。例えば、CBO（議会予算局）が2015年1月に発表した10年間の長期見通しによると<sup>12</sup>、2015～25年の平均予想成長率は2.3%だが、2021～25年に限ると平均2.1%に鈍化する。Fedメンバー（大勢）が予想する実質GDP成長率の長期水準も、2.0～2.3%と2%台前半に収斂している。また、CBOが推計する米国の潜在成長率は2015～25年の平均で2.1%であり<sup>13</sup>、米国経済は、2020年以降、潜在成長率並みの成長で推移すると見込まれる。

今回の10年予測でも、2015～24年の平均予想成長率2.4%に対して、2021～24年は平均2.1%に鈍化すると見込んでおり、潜在成長率に収斂していくというCBOの見方と大きな相違はない。以下では、中長期的に米国経済を見通した場合のダウンサイド要因とアップサイド要因に言及したい。

#### 中長期的なダウンサイド要因 ～ 潜在成長率が押し下げられる可能性

前述したように、米国の潜在成長率は緩やかに低下しているが、その要因として、まず労働投入量の寄与度の変化が挙げられる。米国は、先進国のなかで例外的に人口が増え続けている国ではあるが、労働力人口の増加率が従来よりも緩やかになる中、2000年以降低下が著しい労働参加率（＝労働力人口／16歳以上人口）は一段と落ち込んでいくとみられる。ベビーブーマー世代の高齢化が進み、彼らが労働市場から退出していくためである。

このような人口動態の推移はある程度想定されることだが、懸念すべきは若年層（16～24歳）の参加率が大幅に低下したままである点であろう。若年層の就業機会の喪失は、元々スキルの面で劣る彼らが向上していくチャンスを狭めており、長期的にみると、労働生産性の伸びを抑制し経済成長の重しになる懸念がある。米国の場合、高度人材の移民の流入によってある程度カバーできると期待されるが、与野党の対立のために、移民制度改革はIT業界などの企業が望むようには進んでいない。

また、資本投入の潜在成長率に対する寄与度は、ITバブルが崩壊した2000年代以降小さくなっている。個人消費に比べると、企業の設備投資の動きが過去の回復局面を大幅に下回っているわけではないが、企業経営者の景況感の割には、実際の設備投資に対して慎重なままである。2000年代に入ってグローバル企業が海外展開を進め、国内よりも収益性の高い海外における設備投資を優先させてきたことも、資本ストックの伸びを抑制しているとみられる。

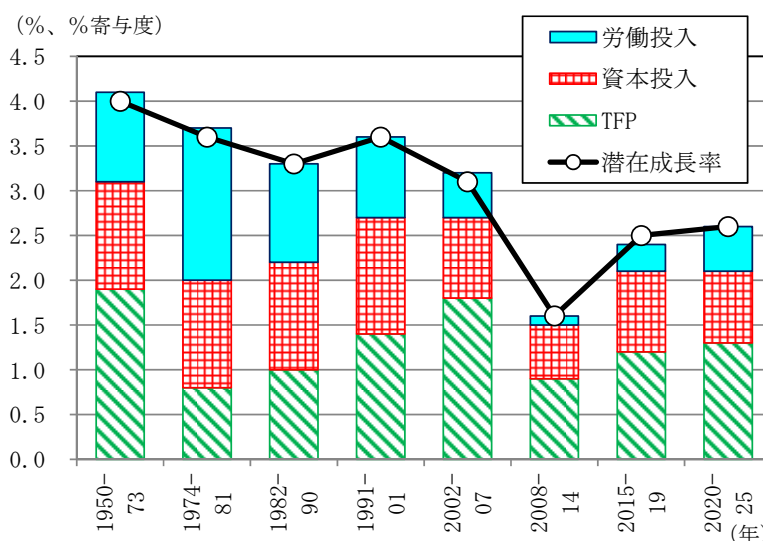
<sup>12</sup> 詳細は、CBO(2015)「The Budget and Economic Outlook: 2015 to 2025」を参照。  
<http://www.cbo.gov/publication/49892>

<sup>13</sup> なお、米国の潜在成長率は1990年代から2000年代初めまでの3%台、リーマン・ショック前の2000年代半ばの2.5%前後と緩やかに低下してきたが、景気後退を経て一段と下方修正されてきた。



今回の予測では、米国は資本ストックの積み増し局面に入っていると判断し、一定程度の設備投資の伸びを想定しているが、短期的には、原油価格急落によるマイナスの影響が出てくると予想し、前回から下方修正した。2011～14年の構築物投資のなかでは、製造業や商業・ヘルスケア部門よりも、鉱業・エネルギー関連が好調だった分だけ、急落を受けたエネルギー関連企業の投資抑制が全体の下押し要因になる可能性がある。

図表 1-1-6 米国の潜在成長率の要因分解



(注) 対象は非金融ビジネスセクター。期間は年平均。

(出所) CBO 資料から大和総研作成

### 中長期的なアップサイド要因 ～ エネルギー要因

クリーンエネルギーや再生エネルギーをより活用する経済構造転換が必ずしも順調とはいえない中、技術革新によって開発・利用可能になったシェールガス・オイルの増産は、中長期的に米国の成長力を押し上げる、文字通りの“エネルギー源”と期待されている。実際、シェールガスの採掘量増加によって米国内の天然ガス全体の採掘量が増えており、EIA の 2014 年見通しによると、シェールガス採掘量が全体に占めるシェアは 2012 年時点の 40%から 2040 年には 53%まで高まると予想されている。現在は LNG の純輸入国である米国が、輸出の増加、輸入の減少を受けて 2016 年までに純輸出国になる可能性が指摘されている。同様に、原油採掘量も増加すると予想される（但し、シェールオイルの生産見通しは従来よりも大幅に上方修正されたが、2020 年代にピークをつけるという、シェールガスとは異なるパターンが予想されている）。

確かに、原油価格の急落と低迷によって、開発計画の採算性が悪化し頓挫するケースも出てくると予想されることから、EIA の見通しは修正されるかもしれない。また、エネルギーの生産増・輸出増の本格化に伴って期待された、インフラ関連の設備投資や雇用の増加シナリオも見直さざるを得ないだろう。今回の中期予測では、足元の価格下落を受けて、シェール関連の設

備投資の発現を後ずれさせる一方、ドル高要因に加えてシェール関連輸出への影響も加味して予測期間前半の輸出の伸びを下方修正した。但し、後述するように、足元の価格変化が急激だっただけに、先行きの価格見通しには様々な見方があり、市場の不確実性は高いままである。特に米国の場合、エネルギーの生産国というだけでなく、消費国という側面を持ち合わせているために、経済全体に与える価格変動の影響は複雑といえよう。

より根本的には、価格のアップダウンに関係なく、米国内に有望なエネルギー資源が存在するという事実は変わらないということだ。価格が安いままなら、世界中からエネルギーを輸入してそのメリットを享受すればよい。いずれにせよ、米国内の電気料金を含めたエネルギー価格の安定が確実なものになれば、国内の生産コストは下がり、産業競争力向上につながる。さらに、安価なエネルギーコストや安定した経済環境などが整ってくれば、海外から国内への生産拠点移転の可能性も広がる。より広範な国内の雇用増加、そして個人消費の増加に結びつくというプラスの循環までも視野に入ってくる。

従って、米国自身がかつてのような高成長を辿れないのではないかという懸念は払拭されていないものの、長期的な世界経済を展望したときに、米国経済は相対的に強いポジションを維持していくとみられる。その根拠となる供給面からみたアップサイド要因がエネルギーであり、相対的に若さを維持する人口構造である。

### ③ 欧州経済の見通し

#### ユーロ圏経済の現状と短期的な見通し

ユーロ圏に対する中長期的な見通しについては、目先 2015～16 年の予想を引き下げたものの（2014 年実績見込みも 0.8%に下方修正）、10 年間で均してみると、2015～24 年平均で 1.3%成長と概ねこれまでの見方を維持する。欧州委員会が“ユーロ圏の潜在成長率は今後 10 年間で 1%をやや上回る程度”という指摘にほぼ見合う程度である。後述するように、ECB の新たな金融緩和措置に加えて、原油価格の大幅な下落が欧州経済の下支え要因になると期待されている。しかしながら、リーマン・ショック以前の 2%を上回っていた成長ペースに比べると、大幅に下方シフトしてしまった印象は拭えないだろう。

ユーロ圏経済は、2008～09 年の世界同時不況に続いて、ギリシャに端を発した債務危機、そして同問題を克服するために実施された緊縮財政政策の影響によって、経済成長率はマイナスに落ち込んだ。2013 年 Q2 に景気後退局面から脱した後は、2014 年 Q3 まで 6 四半期連続でプラス成長を辿っているが、この間の成長率は前期比年率で平均 0.9%増にとどまっており、リーマン・ショック前（2008 年 Q1）の実質 GDP 水準を依然として下回っている。ユーロ圏の景気回復が遅い背景には、域内の固定資本形成の伸びが弱いことがあり（特に足元は 2 四半期連続のマイナス）、財政健全化の余波が表れていると言えよう。また、輸出先である中国など新興国の景気鈍化に加えて、2012 年半ばから 2014 年 Q1 にかけてユーロ高が進んだことも（名目実効為替レートで 1 割以上の通貨高に）、期待された輸出の伸びを抑制したとみられる。

ユーロ圏内の企業活動の停滞は雇用環境の改善の遅さにも反映されている。スペインの失業率はピークよりも下がっているとはいえ、依然として23%台であり、フランスも10%超で高止まったまま、イタリアに至ってはむしろ上昇傾向にある。逆に、ドイツの失業率は低下し続けており、足元では5%割れと過去最低水準を更新するなど、一人勝ちの状況が強まっている（ユーロ圏全体では、失業率が2013年のピークから1%ほど低下している）。また、銀行による民間向け貸出残高の減少に歯止めがかかっておらず、ユーロ圏の低成長が続けば金融機関の不良債権比率が高まり、貸し渋りによって民間部門の活動を制約する恐れもあり、景気回復が早期に加速するというシナリオが描きにくい。

失業率などにみられる債務危機の後遺症に加えて、ウクライナ問題を巡るロシアとの対立、域内での大規模なテロ事件の発生など地政学的リスクが存在するなか、なかなか成長率が加速する姿が描けない。2014年に続いて、2015年も1%未満の低成長を想定する。雇用環境の緩やかな動きが個人消費の抑制につながるリスクがある一方、2014年10月以降の原油価格の急落は、エネルギー輸入国である欧州にとっては、家計の購買力向上など景気を押し上げる効果が期待される。また、後述するECBの追加金融緩和の実施によって、2014年春以降、ユーロ安が進行している。個人消費と並んで、ユーロ安の追い風を受けた輸出が伸びることで、2016年には成長率がやや加速するだろう。なお、IMFが2015年1月に改訂した見通しでは、ユーロ圏加盟国で経済規模の大きい4ヶ国のうちスペインを除く、ドイツやフランス、イタリアの2015~16年の予想成長率が下方修正された。

### 量的緩和に踏み切った ECB

このような経済状況のなかで、他の先進国同様に景気を支える役割を担ってきたのが中央銀行であり、ECB（欧州中央銀行）は政策金利の大幅引き下げ、銀行部門への大量の資金供給などの緩和政策を実施してきた。2013年11月に主要政策金利であるオペ金利を0.25%に引き下げたあと、2014年6月にはオペ金利を0.15%<sup>14</sup>、そして9月にはオペ金利を0.05%、そして中央銀行預金金利を-0.2%に引き下げた。一連のECBの追加緩和策の目的には、ECBによる金融緩和を民間部門に伝達する銀行の金融仲介機能の立て直しがあっただろう。特に、ECBが銀行に資金注入しても、その資金が貸出や投資に回らずにECBへの預金として還流していたために、そのような誘引を減じることを目的に預金金利をマイナスとした。

さらに、ECBは2015年1月22日の金融政策会合で、3月から毎月600億ユーロの国債などを買い入れるという量的緩和策を発表した。期限は2016年9月までとされたが、ECBの政策目標である「中期的に前年比+2%をやや下回る消費者物価上昇率」の達成が困難であれば、資産買い入れ期間を延長する方針も示された。ECBはドラギ総裁のもと2014年から様々な追加措置を発表してきたが、FRBやBOJが実施している非伝統的な金融政策の本丸ともいえる政策に、漸く踏み切ったといえよう。毎月の購入規模が市場予想をやや上回った点や実質的な終了期限が設

<sup>14</sup> 2014年6月には、限界貸出金利（上限金利）を0.75%から0.40%に、中央銀行預金金利（下限金利）を0.00%から-0.10%にそれぞれ引き下げた。

けられていない点などはサプライズだったかもしれないが、今回の対応自体は、市場で既に織り込まれていた事柄である。むしろ、ドイツ連銀やオーストリア中銀など、今回の決定に反対したメンバーが相当数いることになれば、ECB 内の対立に懸念が集まるかもしれない。

このように、ECB が追加緩和策の実施を迫られた背景には、景気低迷に加えて、ユーロ圏の低インフレ状態からの脱却の道筋がなかなか見えず、デフレ懸念が高まったことが挙げられる。実際、ユーロ圏の CPI 上昇率は 2014 年 12 月に前年同月比 $-0.2\%$ となり、リーマン・ショック後の 2009 年以来のマイナスに落ち込んだ。2015 年 1 月には、エネルギー価格の大幅下落が響いて CPI 上昇率のマイナス幅は同 $-0.6\%$ と拡大しており、2015 年全体でもマイナスになると予想する（2016 年はプラスに転じるものの、 $1\%$ 未満にとどまると予想）。量的緩和に踏み切ったばかりの ECB が、Fed のように出口戦略を模索し政策金利を引き上げるのは 2018 年以降にずれ込むとみられ、利上げ幅も従来の想定を下回るだろう。

いくら国債利回りが低下しても、ECB が意図する銀行の企業向け融資が増えるためには、企業の資金需要が回復しなければならない。企業経営者のマインドの改善、そしてその動きを促すポイントとして世界経済の持続的な回復が重要になる。

## 欧州が抱える構造問題

世界的な資金余剰の流れのなかで ECB が量的緩和に踏み切ったことから、ユーロ圏各国の長期国債利回りは大幅に低下しており、安全性の高いドイツの 10 年国債利回りは  $0.3\%$  台と過去最低を更新している。また、2011-12 年の債務危機時には一時的に  $7\%$  を上回ったイタリアやスペインでさえ、 $2\%$  を大きく下回るという歴史的な低水準である。唯一の例外が債務危機の発端になったギリシャであり、10 年国債利回りが 2014 年央には一旦  $5\%$  台まで低下したものの、2015 年 1 月末には再び  $10\%$  台まで大幅に上昇している。

これまでギリシャは EU や IMF からの金融支援を受けながら財政再建に取り組んできたが、次期大統領を選出する議会内の投票が失敗に終わったために、憲法の規定により議会は解散され、2016 年 6 月の任期満了を待たずに総選挙が 2015 年 1 月下旬に実施された。この結果、急進左派連合が勝利し、債務危機後初となる反緊縮路線の政権が誕生した。構造改革の見直しや EU への債務減免要求など、これまでの財政再建の枠組みを変えることを公約にしての勝利だけに、EU や IMF との交渉の行方次第では、再び金融市場混乱の原因になるリスクがある。

先行きへの不透明感は既に長期金利の上昇という形で現れているが、“EU から金融支援を受ける条件である財政再建・構造改革は見直す、一部の債務免除を求める、でもユーロ圏には残留したい”という矛盾を抱えた新政権の主張に対して、EU がどのように応えていくか。既存のプログラムの大幅な見直しは金融支援額の増加にもつながるために、EU が簡単に応じるとは考えにくい。メインシナリオとしては、“最終的にはギリシャはユーロ圏にとどまり、EU などの支援の下で景気回復と財政再建に取り組む”と予想しているが、EU とギリシャの交渉が長期化・難航するだけ、不透明感は増してユーロ圏が抱えるリスクは解消しないとみられる。

ギリシャを含めて債務危機に直面した欧州各国は緊縮政策に取り組んできた結果、財政状況は危機時に比べると改善傾向にある。確かに、すべての加盟国が財政赤字を GDP 比 3% 以下に抑えるという財政ルールへの復帰を果たしているわけではなく、例えば、フランスは 3% 以下に復帰するのを 2017 年に先送りし、イタリアは民間の格付け機関から格下げを受けた。フランスとイタリアでは財政健全化と雇用コスト削減などの構造改革の推進が道半ばであり、景気の足を引っ張る要因になっていると予想される。

総じて景気の回復力は弱いながらも、強者と弱者の立場の違いも鮮明になっている。強者の代表のドイツが好調である一方、弱者のなかには改革疲れもみられ、選挙で世論の不満が噴出しやすい状態になっている。国民の痛みを伴う政策であるために各国の現政権に対する反発は強く、ギリシャのように、国民の意思が表明された結果に EU が振り回されてしまえば、EU の求心力低下が懸念される場面が出てくるかもしれない。特に 2015 年には、ギリシャに続いてポルトガルやスペイン、イギリスでも総選挙が予定されており、ユーロや EU 統合の動きに逆行する勢力が実際にどの程度支持を集めて、政治的な影響力を増すかが注目される。

イギリスの場合、2015 年 5 月には下院議会選挙が予定されており、キャメロン首相は総選挙で勝利し政権維持することを前提に、2017 年末までに EU からの離脱を問う国民投票を実施する方針を打ち出している。2014 年 9 月に実施されたスコットランドの独立を巡る住民投票では、事前の世論調査において賛成と反対が拮抗していたためにその結果が注目された。独立反対票が過半数を占めたことから独立は否決されて大きな波乱にはならなかったが、仮に独立推進派が勝利していれば、同じような地域対立問題を国内に抱える他の欧州各国（例えば、スペインやベルギーなど）に与える影響は大きかったとみられる。

今度の下院総選挙はイギリス自身と EU との関係性を占うものであり、なかでも移民反対、EU 脱退を主張するイギリス独立党がどこまで議席を獲得できるかが注目されている。2014 年 5 月に実施された欧州議会選挙では、2 大政党である保守党や労働党を上回る票を集めて、イギリスに割り当てられた議席の約 3 分の 1 を獲得した。もしイギリス独立党がキャスティングボートを握る立場になれば、経済活力の源である移民や EU という、これまでイギリスにプラスをもたらしてきた条件が変更される可能性が生じ、経済成長の下振れリスクになるかもしれない。

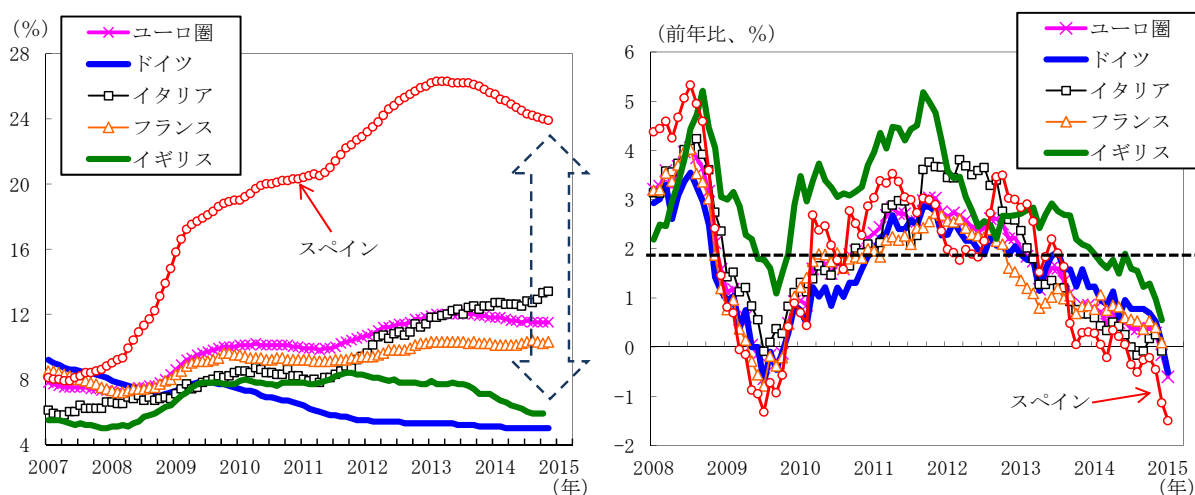
イギリス経済の現状はユーロ圏に比べると対照的に堅調であり、失業率も低下傾向にある。ただ、2014 年 6 月に BOE は年内の利上げ開始の可能性をしていたが、その後、賃金上昇率の伸び悩みやポンド高、さらには原油価格の急落によって、懸念されたインフレ圧力は大幅に低下している。足元では BOE のインフレ・ターゲットの下限（前年比 1.0%）をも下回っている。Fed 同様に BOE も様子見の時間的余裕ができたことになるが、原油安が一過性のものであれば、一年後には原油安によるインフレ率の押し下げ効果は剥落することになるだろう。BOE による利上げ開始時期は 2015 年末になると予想されるが、利上げのペースはこれまでの想定よりも緩慢で、2015～19 年と時間をかけたものになり、しかもピークの金利水準は従来よりも低くなるだろう。



EU市場は大幅に拡大しており、特に同一通貨が流通するユーロ圏内は為替変動リスクがなく、金利やインフレ率は総じて低めに推移してきた。しかし、本来は域内の資本・労働の自由な移動を通じて域内の経済不均衡を是正していくメカニズムが期待されたが、各国の失業率の水準が大きく異なるように、必ずしも理論通りに調整が進んでいない。また、金融政策は一本化されたものの、財政赤字や債務残高の規模を一定範囲内にとどめるという制約つきとはいえ、個々に独自の財政政策を実施するという構造問題をそもそも抱えたままである。

反EUや反ユーロを主張する勢力の（対立を煽る）言動・行動によって、EUの抱える構造問題（賛否の対立が表れる問題）が衆目を集め、対立が激化するという最悪のシナリオが起きる可能性もゼロではないだろう。但し、メインシナリオとしては、引き続き、財政統合を一段と深化させる形で欧州統合が推進されるとみている。

図表 1-1-7 欧州各国の失業率（左）とインフレ率（右）



(出所) Eurostat、Haver Analytics 資料より大和総研作成

#### ④ 新興国経済

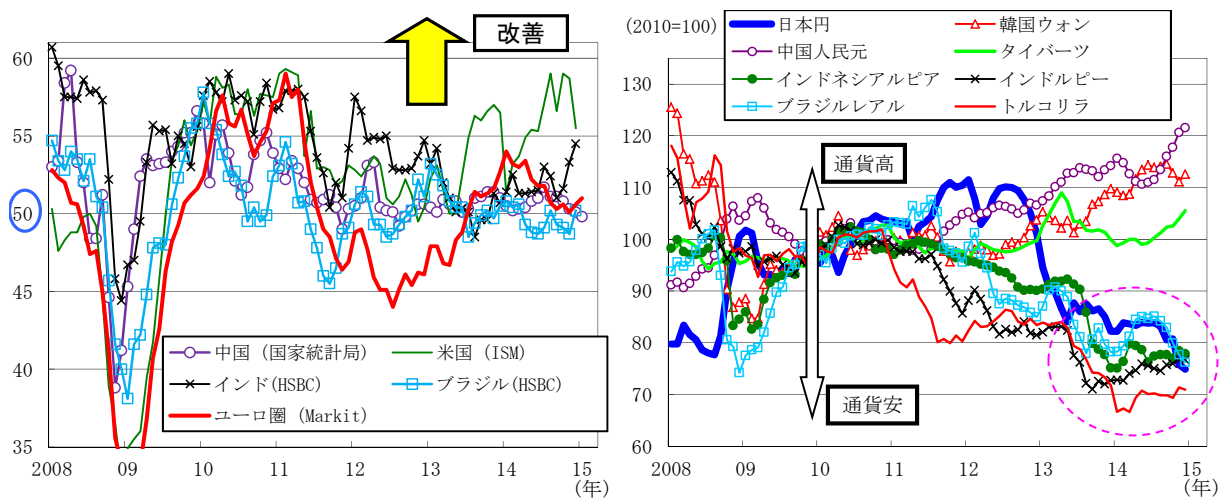
##### 減速する新興国

世界的な金融緩和状況から緩和終了に転換する際には国際金融市場が不安定化するリスクがあろう。出口戦略の最大のリスクは金利、特に長期金利が予想に反して急激に上昇することに伴うリスクであり、中央銀行など金融機関が保有する固定金利資産にキャピタルロスが発生することだろう。また、市場が Fed の意図よりも先走ることになれば、企業や家計の資金調達コストは増加し、負担感が増すだけに設備投資計画や住宅、自動車などの耐久財購入に影響を及ぼすだろう。景気回復に伴う金利上昇ならば借り手の返済能力も同時に高まっているだろうが、インフレ懸念による場合には負担感のみ増す可能性がある。

2013年に発生したQE3縮小騒ぎを契機に利上げを余儀なくされた一部の新興国では、利上げや通貨安による輸入インフレによって企業投資や消費が鈍り、経済成長率の下方修正が既に現実のものになった。また、2014年Q4以降、多くの先進国が一段の金融緩和を実施する一方、新興国では、直面するインフレ状況に応じて利下げに踏み切る国（インド）があれば、ブラジルやインドネシアのようにインフレ抑制を重視して利上げを実施する国など対応が分かれている。

予測期間の前半に想定される米国の政策金利引き上げ、そして粛々とした出口戦略の実行によって、新興国経済は影響を受けることになろう。BISが2014年12月に公表した報告書のなかでも、“米ドルの上昇が続けば世界経済、特に新興国経済に大きな影響を与える可能性がある”と指摘している<sup>15</sup>。Fedの低金利政策を背景に新興国の企業の多くが米ドル建て債券を発行して資金調達してきたために、Fedの政策変更で金利上昇と米ドル高が生じれば、自国通貨建て換算の債務は膨張し企業の返済負担が増えてしまう、いわゆる通貨のミスマッチ問題が生じる。さらに、原油をはじめとする一次産品などのコモディティ価格が大幅に下がっているために、それらの輸出に依存していた国ほど米ドルの獲得額が目減りし債務返済にも窮することになろう。

図表 1-1-8 各国の製造業景況感（左）、新興国の名目実効為替レート（右）



(出所) 中国国家统计局、ISM、HSBC、Bloomberg、BIS、Haver Analytics 資料より大和総研作成

### 中国の先行きに対する見方

2014年の中国の実質GDP成長率は前年比7.4%となり、3年連続で8%割れとなった。また、2013年(7.7%)は政府目標の7.5%をとりあえず上回ったのに対して、2014年は目標(7.5%前後)に達することができず、1998年以来の事態となった。だが、四半期ごとのGDP成長率の経過(Q1:7.4%、Q2:7.5%、Q3:7.3%)や目標クリアを必ずしも絶対視しない中国政府の姿勢もあって、未達自体は市場のサプライズではなかった。

<sup>15</sup> [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1412.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1412.pdf)

中長期的には、これまでの高成長からどの程度のスピード（巡航速度）に落ち着くか、安定成長にうまくシフトできるかが問題である。中国政府は2020年までに実質GDPを2010年比で2倍にするという目標を掲げたが、達成するためには計算上、残りの期間2015～2020年にかけて年平均6.6%成長が必要になる。同時に、都市部・農村部住民の1人当たりの所得も2倍にするという目標を掲げたが、人口が増加していく点を踏まえると、1人当たりで目標を達成するには7.0%成長が必要である。

過去の実績 1985～94年の平均成長率10.4%、1995～2004年の平均成長率9.1%、2005～14年の平均成長率10.0%と比べると7%前後の成長は難しくないようにもみえる。だが、設備過剰感の強いセクターや企業の固定資産投資の減速や、深刻化する大気汚染や交通渋滞など環境・社会問題に配慮した規制強化に伴う個人消費の抑制の動きを踏まえると、短期的な成長率予想は2015年7.0%、2016年6.8%と鈍化しよう<sup>16</sup>。また、中長期的にみても、中国の産業構造のサービス化が進展していくとみられることから、これまでの先進国の経験に基づくと、経済の成熟化によって経済成長率は低下トレンドを辿ろう。従って、投資や輸出に過度に依存した従来の成長パターンから、輸出の高付加価値化と個人消費主導の成長へとシフトしつつ、かつ経済全体（量）と1人当たり（質）の所得の拡大を同時に求めることは容易ではない。

中国は様々な不均衡を抱えているが、その課題の一つが貧富の格差解消であり、都市と農村の格差縮小と置き換えることができよう。国家統計局が発表する数字によると、都市と農村の格差は2007～09年の約3.3倍から、都市最低賃金の大幅な引き上げで2014年には3倍を下回る水準まで縮小している。また、所得分配の不平等度を示すジニ係数も2008年をピークに極僅かとはいえ、6年連続で低下しているという。但し、国際的にみれば高い水準であり、改善しているというには程遠い変化といえる。

中国の生産年齢人口（16～59歳）は2014年末で前年から約370万人減と3年連続で減少しており、後述する若年層の比率の低さから減少トレンドが続くとみられる。1979年から導入されている一人っ子政策が漸く緩和されつつあるが、出生率の変化を通じてその効果が現れるには時間がかかる。つまり、緩和によって出生数がある程度増えるとしても、労働年齢人口にカウントされるのは15年先であり、供給面からマクロ経済を支えるのはまだ先の話である。高齢化の進展や生産年齢人口の減少など今後予想される人口動態を踏まえると、労働力の供給制約が潜在成長率を押し下げるだろう。

労働力不足の状態になれば、教科書通りに賃金上昇圧力は高まり、また社会の発展成熟化や生活水準の向上に伴って人々の意識が変化し、賃金上昇に拍車をかけることになろう。これに対応するためには、産業の中心はこれまでの労働集約的なものから資本集約的なものにシフトし、一段の生産性向上が求められよう。

<sup>16</sup> IMFの2015年1月の見直し改訂では、中国の成長率予想は2015年が6.8%、2016年が6.3%と、一段と厳しい見方を示している。

当然ながら、中国企業だけでなく、中国に既に進出している海外企業も、中国の賃金コスト上昇や成長鈍化に直面しており、変化が必要になるだろう。ただ、新規の投資案件については慎重なスタンスになっている面もあり、実際、海外から中国への直接投資額は2013年の前年比5.2%増から2014年は1.6%増に鈍化した。さらに、大気汚染や地下水汚染など深刻化する環境破壊への対応も国民生活向上（質の改善）にとって重要な問題になりつつあるが、環境規制強化は経済成長を犠牲にする側面も持っている。従って、省エネとともに環境保護に取り組むための技術革新が必要になるだろう。

このように、長期的にみた中国の成長率は徐々に鈍化していくと考えるのが自然であり、2020年以降の成長率は5~6%程度と想定される<sup>17</sup>。中国に対する慎重な見通しがいよいよ意味で裏切られるとしたら、投資主導から消費主導の経済構造へスムーズにシフトできた場合であろう。賃金上昇や環境悪化などを受けて生産国としての魅力を失いつつあるが、10億人を超える人口を抱える中国市場が消費主導の成長にシフトできれば、グローバル企業にとっての魅力も持ち直すだろう。

## ⑤ 世界経済の長期的な停滞の可能性

### 世界の人口動態

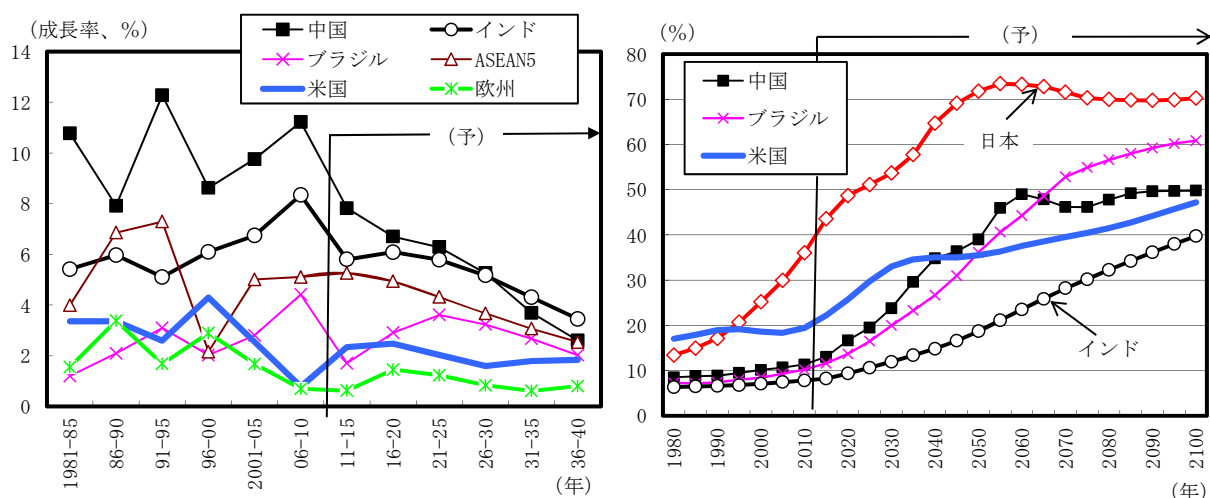
より世界全体を長期的に俯瞰した場合、成長のカギを握るポイントは人口動態であり、若年層がどのような形で経済にコミットしていくかが重要であろう。単に若年層の人口が増えても、十分な教育を受ける機会がなかったり、働く場が整っていなければ、経済成長に寄与することは難しく、逆に社会不安を助長する恐れが出てこよう。

国連人口基金がまとめた世界人口白書によると<sup>18</sup>、現在、世界の10~24歳の若年層は18億人弱と全人口72.4億人の25%を占めており、しかも若年層の約9割が開発途上国に住んでいる。なかでもインドは、人口自体は中国よりも少ないが、若年層の数は3億5,530万人と最も多く、インド全体の約3割を占めている。続いて、中国が2億7,860万人（比率20%）、インドネシア6,610万人（26%）、米国6,540万人（20%）、パキスタン5,860万人（32%）、ナイジェリア5,550万人（31%）、ブラジル5,090万人（25%）となっている。このように途上国が並ぶなか、人口が増え続ける先進国米国が例外的にランクインしている点や、中国の若年層の人口比率が20%と相対的に低い点などが特徴としていえよう。ちなみに、日本の若年層は1,790万人と一定の規模があるものの、少子高齢化が進んでいるために比率は14%にすぎず、スペインやスロベニアと並んで世界で最も低い。

<sup>17</sup> 世界銀行・中国国務院開発研究センター「China 2030: Building a Modern, Harmonious, and Creative High-Income Society」(2012年) 参照。

<sup>18</sup> <http://www.unfpa.org/swop> 最新版は、2014年11月に公表された「State of World Population 2014」である。

図表 1-1-9 世界経済の長期的な姿 ～ 成長率（左）、高齢者人口／生産年齢人口（右）



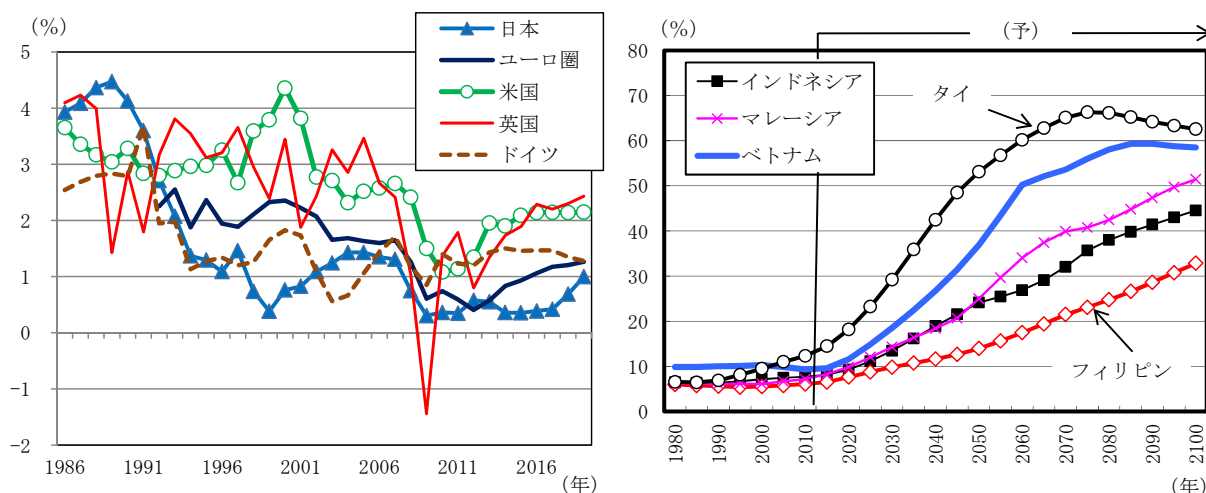
(注) 左図は大和総研「超高齢日本の30年展望」(2013年5月)を改訂。いずれも期間平均値。ASEAN5はASEAN原加盟国、欧州はイギリスを含む。推計人口は中位推計。高齢者人口:65歳以上、生産年齢人口:15~64歳。  
(出所) 国連資料などより大和総研作成

### 潜在成長率の下方修正

IMFは、先進各国に続いて2015年1月のアップデートでは新興国・途上国の潜在成長率の下方修正にも言及している。特に、原油など一次産品の輸出比率が高い国々は、2014年後半からの原油をはじめとする商品価格の下落によって成長パターンが崩れ、中期的に成長が押し下げられてしまう懸念を示した。これらの国々に比べると、国内の工業化が進んでいるASEAN各国が受ける打撃は小さいと考えられる。一方で、長期的にはASEAN各国は高齢化の影響が成長の重しになる可能性がある。高齢者人口を生産年齢人口で割った比率をみると、フィリピンやインドネシアなどは、インド並みあるいはインド以上の若い人口構造を想定され、人口増加要因が経済成長に大きく寄与すると期待される。逆に、タイやベトナムは、中国並みあるいは中国以上のペースで高齢化が進んで、社会保障を含めた負担増が成長を抑制する恐れがある。同じASEAN域内でも、今後予想される人口構造はかなり異なるといえるだろう。



図表 1-1-10 先進国の潜在成長率（左）、ASEAN：高齢者人口／生産年齢人口（右）



(注) 推計人口は中位推計。高齢者人口：65歳以上、生産年齢人口：15～64歳。  
 (出所) IMF「World Economic Outlook, 2014 Oct.」、国連資料より大和総研作成

### 停滞を醸成する背景

本来、潜在成長率（潜在 GDP）が下方修正されればその分だけ GDP ギャップは縮小しやすくなり、インフレ圧力が高まる可能性があるだろう。しかしながら、実際には先進国における低インフレは共通の事象になりつつある。一つの説明としては、潜在成長率も下がったが、実際の経済成長が脆弱なままであるためにギャップが明確には縮小していないことがあろう<sup>19</sup>。

2014年12月にILOが公表した世界賃金報告でも、賃金上昇率は世界的に停滞し、金融危機前の伸び率を下回っていると指摘されている。特に先進国では、労働生産性の伸びが賃金上昇率を上回る傾向が続いており、労働分配率の低下がみられるという。

賃金の伸び悩みを示す事象として、格差の拡大、あるいは格差の縮小が進んでいないことが考えられるのではないだろうか。格差を富の偏在と捉えれば、ストックの資産を持っている少数の人々は、過度な金融緩和によって生じた資産価格上昇の恩恵を享受して豊かになれる。だが、より多くの持たざる者は資産価格の上昇とは無縁であり、ストックの資産に比べてフローの所得増加が伸び悩み（賃金が伸び悩み）と、より多くの方は豊かさを実感できないままであろう。むしろ、資産価格が上昇してしまったために資産を買うことができず、両者の格差は拡大する可能性がある。また、高齢化が進んでいる先進国では若年層は仕事がないと同時に、高齢者を支える役割を担わなければならないが、その解決の道程は難しい。

<sup>19</sup> 但し、これは短期的な現象を説明しているにすぎず、長期的には、むしろ潜在成長率の構造的な低下によってデフレが発生すると理論的に説明される。

## 日本の 1990 年バブルと欧米の 2000 年代バブルの比較

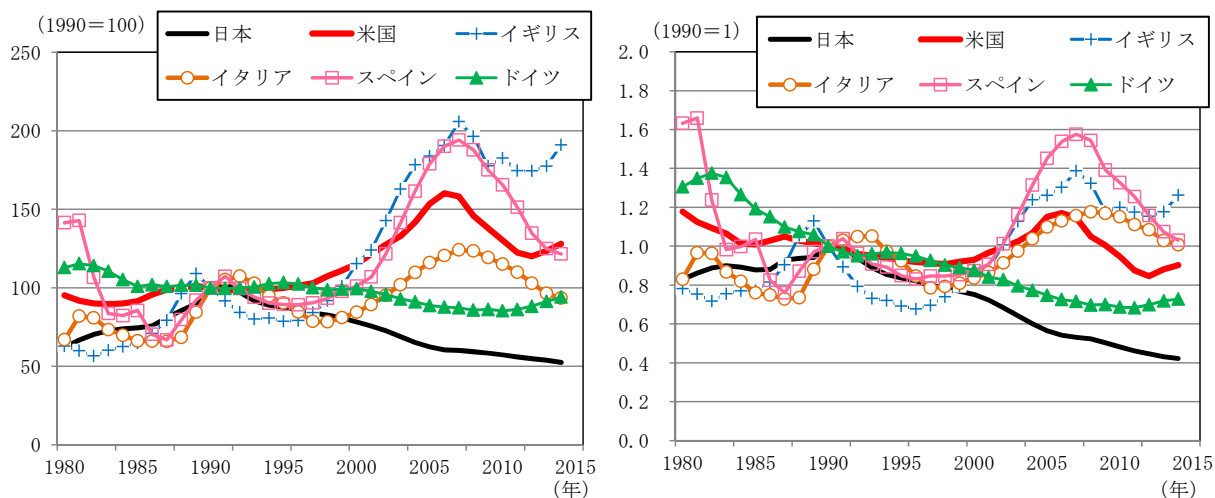
日本の住宅価格はバブル崩壊から 20 年以上経過したにもかかわらず、明確な反転の兆しはみられず、直近の価格は 1991 年のピーク時の約半値になっている。一方、米国の住宅価格は、2006 年末から 2007 年初めにピークを付けてから 5 年以上にわたって下落し続けたが、2012 年半ばに底を打ってからは上昇に転じて、ボトム比で約 1 割値上がりしている。米国の場合、約 5 年間で 2~3 割も下落するというハイスピードな調整だったのに対して、日本の場合は米国と同程度値下がりするのに 9~10 年と米国の約 2 倍の期間を要したことになる。つまり、米国では、短期間に大幅に値下がりすることで住宅市場が調整されたのに対して、日本では、当初の調整の痛みは小さかったものの、下落が長期間継続し累積された結果、日米では大きく異なる姿になったといえよう。

確かに、日本と米国では人口増加ペースが異なるために単純に価格の推移を比較することはできないだろう。ただ、Fed がリーマン・ショック後の金融政策として、バブル崩壊後の日銀の政策対応を分析し教訓とした点は広く知られていることであり、その結果として米国では住宅価格の調整が短期間で済んだならば興味深いといえよう。

では、欧州各国の住宅価格の推移をみると、多くの国が米国同様に 1990 年代後半から 2000 年代に前半にかけて価格が上昇し、米国からやや遅れるタイミングでピークを迎えて調整局面に入っている。なかでも、スペインの変動幅は大きく、10 年間で名目は 3 倍以上、実質で 2 倍に上昇した後、約 6 年間で 3 割以上も下がっている。米国以上のバブル形成とその崩壊を経験したことになり、実体経済に大きなマイナスを及ぼしている可能性が高い。

対照的に、現在ユーロ圏のなかの勝ち組であるドイツでは、住宅価格はほとんど変わらず、むしろ 2010 年代に入ってから上昇し始めている。また、イギリスはスペイン並みに価格が上昇したものの、その後の調整は軽微で直近では再び上昇している。相対的に堅調な景気に加えて、移民の流入などの人口増加、そして BOE の低金利政策と政府による住宅取得奨励策など様々な要因が、イギリスの住宅市場を下支えた可能性がある。しかし、対可処分所得比でみるとやや高く、住宅市況に過熱感がみられるのも事実である。

図表 1-1-11 先進国の実質住宅価格（左）、住宅価格／可処分所得（右）



(注) 2014 年は Q1-Q3 の値で計算。

(出所) 米ダラス連銀資料より大和総研作成

### バブル崩壊を経験して成長パターンに変化はあるか？

過去の景気回復局面に比べると、リーマン・ショック以降の米国の個人消費の勢いは過去の半分程度にすぎず、5年が経過していても、過去との乖離幅はあまり縮小していない。人口が増えている点を考慮すると、一人当たりでは一段と緩やかな伸びにとどまる計算になろう。

実質世帯所得（中央値）が増えていないなかでは、バブル期にみられた、なんでもどんどん買うという消費パターンに戻ることは困難であり、しかも、全員が恩恵を享受したバブル期に比べると、株高や地域限定の不動産価格上昇といった偏った資産保有者、そして業績好調な企業・業界で働いているフルタイム労働者などを除くと、消費者全体の支出行動は慎重になっているといえよう。ただ、所得階層別の消費者マインドには乖離が生じており、所得の多い層ほどマインドが明るくなっている。

アメリカ人が何でも支出を抑制しているわけではない。例えば、個人消費の代表例である新車販売台数は 2014 年に 1640 万台と、いち早くリーマン・ショック以前の水準まで回復し、むしろ飽和状態に入りつつある。これに対して、バブルの元凶であった住宅市場の回復力は、低金利という追い風が吹いているにもかかわらず緩慢であり、V字回復には至っていない。

自動車と住宅に差が出ている背景には、当然ながら消費者のニーズの違いもあるだろう。自動車の場合、ローン金額が小さく借入期間が短いことから、貸す側の自動車ローンに対する融資態度は、住宅向けに比べると早くから緩和的であったとみられる。ただ、消費者の自動車に対する支出比率はリーマン・ショック前の水準を下回っており、価格上昇によって相応のガソリン代を払わなければなかった点を鑑みると、自動車の価格が抑制されていたことが、販売台数の押し上げに寄与したと考えられる<sup>20</sup>。

<sup>20</sup> 足元では、原油価格の急落に伴ってガソリン小売価格も大幅に下がっており、2015年1月には2ドル/ガロン台と2009年5月以来の安値になっている。販売台数をサポートすると期待される一方、より燃費が悪く単

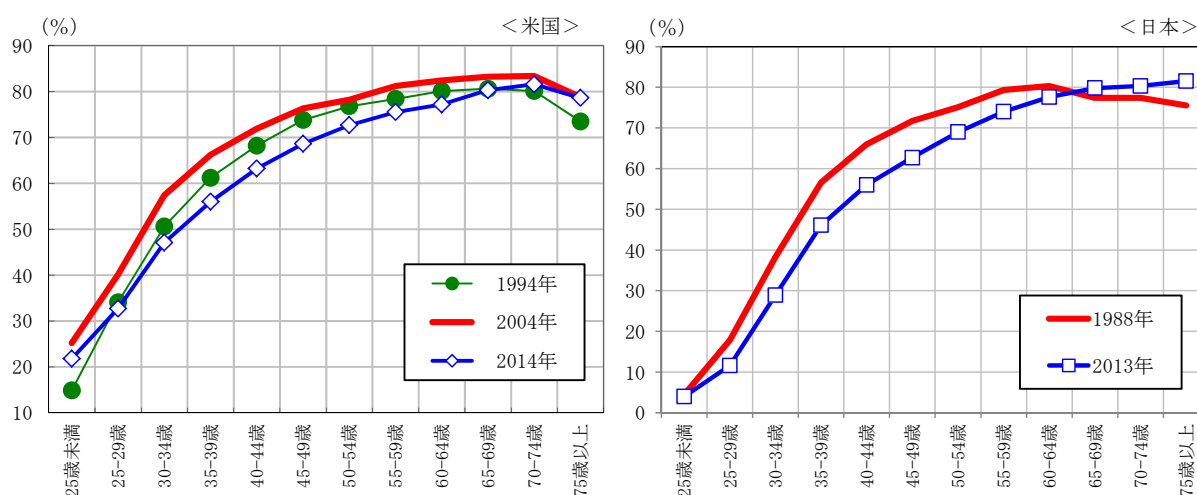
住宅市場では、まず新築よりも割安な中古住宅販売で動きがみられ、持家保有比率の低下傾向から、一戸建てよりも賃貸向けのニーズがある集合住宅の着工が堅調である。また、新築住宅市場では、高額物件で成約がみられる一方、中低所得者層の動きの鈍さが全体の伸び悩みにつながっている。実需というよりも海外資金を含めた投機目的の購入、あるいは株価上昇の恩恵を享受した富裕層による購入を反映している可能性がある。だが、このような形の価格上昇は実需の拡大には障害になってしまう<sup>21</sup>。

### 日米でみられる持家離れ

前述したように、日米の住宅バブル崩壊後の住宅価格の推移をみると、日米で大きな違いがみられた。だが、バブル崩壊以降、多くの年齢層で持家保有比率が低下しているのは日米共通の現象である。

日米の人口構造の違いを考えると、表面的な共通要因はないように思われる。しかし、少子化が進んでいる日本の場合、将来、親の家を相続する、あるいは二世帯住宅という選択肢はあろうから、持家取得のニーズが低下する余地はあるだろう。一方、米国は人口・世帯数が増えている世界ではあるが、若年層の相対的に高い失業率にみられるように、若年層ほど景気悪化のダメージを受けやすかったとみられる。学生ローンの延滞率が高止まりしている点も将来設計を狂わせている可能性があり、スタートでの躓きはその後の格差解消を妨げる要因になる恐れがある。

図表 1-1-12 日米の持家保有比率の変化



(出所) Census、総務省、Haver Analytics 資料より大和総研作成

価の高い大型車に消費者の需要がシフトする可能性がある。

<sup>21</sup> 住宅ローン金利の水準自体は歴史的に低いものの、同じ年限の国債利回りほどは下がっておらず、国債利回りとのスプレッドは2013年12月以降拡大している。2015年に入ってから、住宅ローン金利の低下幅がやや拡大すると、低迷していた住宅ローンの借り換え申請件数が大きく増えた（過去と比較すると、決して高い水準ではないが）。漸く金利低下が購入者の行動を促しているともいえるが、過去にも一時的な反応で終わったケースもあり、慎重に見極める必要があるだろう。

## (2) 原油価格の下落が世界経済に及ぼす影響

### ① これまでの原油価格の変化と 2014 年度後半からの急落の背景

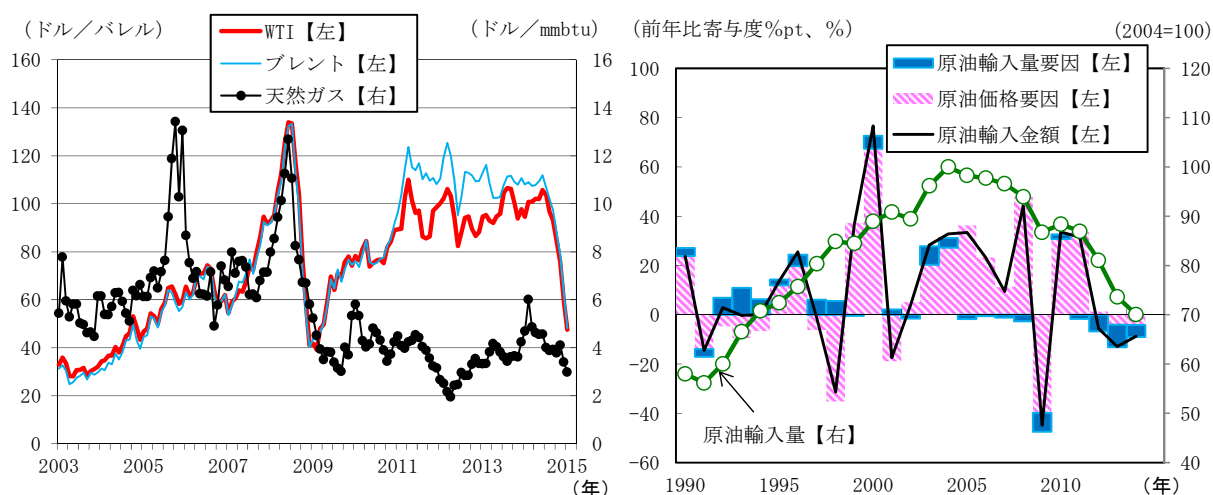
#### 米国のエネルギー輸入の減少

世界全体のなかで相対的に経済が好調な米国（かつ最大の輸入国だった米国）がエネルギーの輸入量を減らしてきたことは、世界の原油需給のアンバランスにつながろう。米国のエネルギー効率が改善してきた側面はあるが、米国の消費量が劇的に減っているわけではない。これまでのエネルギーの輸入から国内調達にシフトした分だけ、世界の原油貿易市場における輸入需要が減少し、価格押し下げ圧力が高まることになる。

米国の原油輸入量は 2004 年をピークにして減少し続けており、2013 年はピークの約 7 割にまで減っている。2014 年は 11 月までの実績から前年比で 5% 減になると見込まれ、もしそうなれば約 20 年ぶりの低水準になろう。特に、2012 年から 3 年連続で輸入金額が減少しているが、要因分解すると輸入金額の減少分の約 8 割は輸入量の減少で説明できる。

このように、最大の輸入国であった米国が過去 10 年間にわたって輸入量を減らしているなかで、国際的な原油価格（WTI、ドル/バレル）は上昇し続けてきた。特に、リーマン・ショック直前の 2008 年には、前年のほぼ倍増というペースで急騰した。その後リーマン・ショックによる世界同時不況に陥った 2009 年には、一気に 30 ドル台まで急落したものの、2010 年に入る頃には 80 ドル台まで回復し、その後は、2014 年 10 月まで概ね 80~100 ドル台という、2007 年以前には観察できなかった高水準で推移し続けてきたわけである。

図表 1-2-1 エネルギー価格の推移（左）、米国の原油輸入（右）



(注) 2014 年分は 11 月まで累計を年率換算。

(出所) EIA, Census, Haver Analytics 資料より大和総研作成



## 中国など新興国の旺盛な需要

では、米国が輸入を減らしていくなかで、高値を維持してきたのはなぜか。単純には、地政学的なリスク、(突発的な自然災害に伴う)日本の大幅輸入増、高成長を遂げてきた新興国のエネルギー需要がさらに高まるという見通しなどが、需給を引き締める要因になったと考えられる。確かに、新興国経済はリーマン・ショックの打撃が小さかった分、回復力は先進国よりも早く、相対的に高い成長率を維持した。

なかでも、中国の旺盛なエネルギー需要が原油価格を趨勢的に押し上げてきた要因の一つと考えられるが、前述したように、中国の経済成長率が徐々に鈍化していくとみられるなか、エネルギー需要の伸びもペースダウンしていくと予想される。

ただ、中国の成長率だけで捉えると既に 2011 年から鈍化しており、原油価格 (WTI) が高止まりしていた点とは必ずしも整合的ではない。カナダ中央銀行が指摘する、新興国の都市化の進展や中間層の増加などの社会変化によって石油需要は高まってきた点も考慮すべきだろう<sup>22</sup>。例えば、中国の都市化率 (都市人口比率) は 2000 年の 30% 台半ばから 2014 年の 55% に高まってきたが、アメリカやカナダ、日本や韓国の 80% 以上に比べると、中国の都市化が一段と進む余地があろう。中国やインドの中間層の拡大も相俟って、この先も新興国が世界の原油需要を押し上げると予想する。

## 2014 年 10 月からの急落の背景

エネルギーの需要先として期待された新興国の経済鈍化の話は、いまに始まったことではない。また、2014 年 10 月に発表された IMF の世界経済見通しの下方修正は世界の金融市場にショックを与え、株価調整の要因となり、また原油価格が 90 ドルを割り込んだ一因ともいえるだろう。ただ、NY の株価が 10 月末には最高値を更新するなど、再び上昇トレンドに戻ったのに対して、原油価格は 11 月に 70 ドル台、12 月には 50 ドル台、年明けには 50 ドル割れと下落傾向になかなか歯止めがかからず、約 3 ヶ月間で半値になってしまった。

このような原油価格の大幅な下落、しかも短期間で下落した背景には、様々な要因が複合的に作用したとみられるが、原油安の最も基本的な点として、需給のアンバランスがあるだろう。ただ、2008 年のリーマン・ショックのような突発的な事象をきっかけに需給ギャップが急に広がった (そして価格が急落した) というよりも、需要・供給それぞれの要因が蓄積してギャップが拡大してきたとみられる。

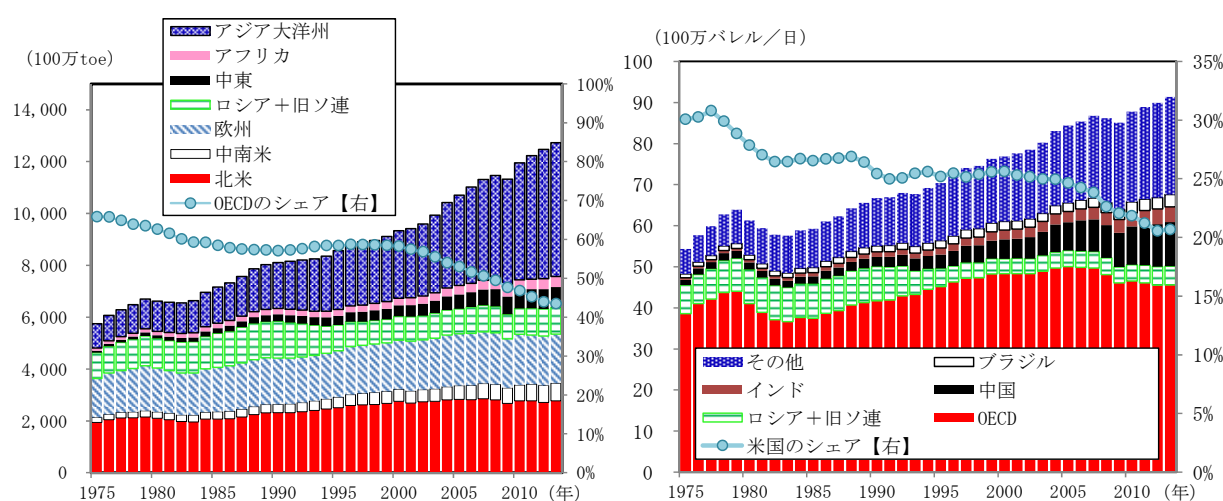
まず、需要サイドをみると、ユーロ圏経済の停滞や中国をはじめとする新興国経済の減速などが挙げられる。一方、供給サイドでは、地政学的リスクの低下からリビアやイラクの原油生産に対する懸念が遠のき、米国のシェールオイルの増産が継続していることから、供給過剰感が強まっていた。原油価格がレンジの下限まで弱含んでいたところに、11 月の OPEC 総会で減産

<sup>22</sup> Bank of Canada, “Drilling Down-Understanding Oil Prices and Their Economic Impact”, 2015 January

ではなく、生産枠の現状維持が決まった。市場では、供給過剰感を解消する対応が期待されていた面があったために、価格の下落に拍車をかけることになった。また、先進国間の金融政策の方向感の違いなどを材料に、2014年央から米ドル高が加速していたことも、原油安をサポートしたとみられる。

このように、供給サイドの要因が価格下落により大きく作用したといえる。IMFの分析でも<sup>23</sup>、原油安のうち需要減少による部分は全体の20～35%であり、供給サイドの要因が65～80%を占めるといふ。

図表 1-2-2 世界の一次エネルギー消費量（左）、世界の石油消費（右）



(出所) BP「Statistical Review of World Energy June 2014」資料より大和総研作成

## ② 原油価格下落の恩恵を受ける国と受けない国

原油をはじめとする資源価格の下落の影響は、資源の分布が偏在しているために、国・地域によって大きく異なるとみられる。IMFは、世界全体でみた場合、原油安が2015年のGDPを押し上げる効果は0.3～0.7%、2016年は0.4～0.8%になると試算している。ここでは、原油の消費国（輸入国）、生産国（輸出国）に分けて、それぞれが受けるであろう影響をみていきたい。

### 消費国（輸入国）

原油をはじめとするエネルギー資源を海外からの輸入に依存している国（エネルギー消費国）にとって、足元の原油価格の急落は経済全体にプラスの効果をもたらすと考えられる。つまり、これまで原油高で潤っていた輸出国から、高コストを負担していた輸入国に所得が移転する格好になる。

<sup>23</sup> IMF, “Seven Questions About The Recent Oil Price Slump”, 2014 December

特に日本の場合、東日本大震災発生以降、原発再稼働の目途が立たないなかで、原油や天然ガス、石炭などエネルギー資源の輸入量は増え、輸入金額の大幅な増加は貿易赤字の拡大要因になっている。国内でエネルギーを消費する企業や家計にとっては大きな負担だったわけであり、原油価格の下落はポジティブに捉えられよう。つまり、原油安が原材料などのコストを低下させて、企業収益の改善につながる。その果実が社員の給与アップや株主への配当増加に結び付けば、消費拡大につながる可能性がある。また、企業によっては、エネルギーコストの低下を受けて生産活動を活発にするかもしれない。

だが、個々の企業や業種によって原油安の効果は異なるとみられる。例えば、海外での資源開発に積極的だった企業は原油安で採算性が悪化し、損失計上を余儀なくされるケースも出てこよう。また、再生エネルギー関連のように、原油高を前提にしていたビジネスの場合、積極的に推進するインセンティブが減退し方針転換を迫られるかもしれない。

### 資源国・生産国（輸出国）

具体的には、OPEC（Organization of the Petroleum Exporting Countries）、文字通り石油輸出国機構や、非 OPEC の産油国としてロシアやカナダ、メキシコ、ノルウェー、ブラジル、またその他の資源国としてオーストラリアなどが該当しよう。産業全体に占めるエネルギーセクターの比重や、輸出に占める原油の割合などの違いによって、個々の国が受ける打撃には濃淡があろうが、基本的には経済成長に対してマイナスに響く。例えばエネルギー関連企業は、価格下落で採算が悪化した計画の中止や投資削減、人員削減などの対応を迫られる。雇用環境の悪化は地域経済にも影を落とすことになる。

また、後述する中東諸国のようにエネルギー部門への依存度が高い国々では、財政収支や対外収支の悪化が顕著になる。原油価格の下落によって歳入が大幅に減少し、緊縮予算を組まなければならないだろう。主要な産油国ではないものの、オーストラリアは輸出品である鉄鉱石や石炭、小麦などの資源価格の低迷や輸出相手先の景気減速を受けて税収が落ち込んだために、財政赤字が膨らみ、歳入の伸びを抑制した予算を組むことになった。

ロシアのルーブルやノルウェークローネのように大幅な通貨安に見舞われると、インフレ圧力が高まる。ロシア中央銀行は、通貨防衛のために大幅に政策金利を引き上げなければならなかった。しかし、同じように原油安が景気に悪影響を及ぼすと懸念されたカナダの場合、中央銀行は景気テコ入れやインフレ鈍化のリスクに対応するために、逆に利下げを実施した。

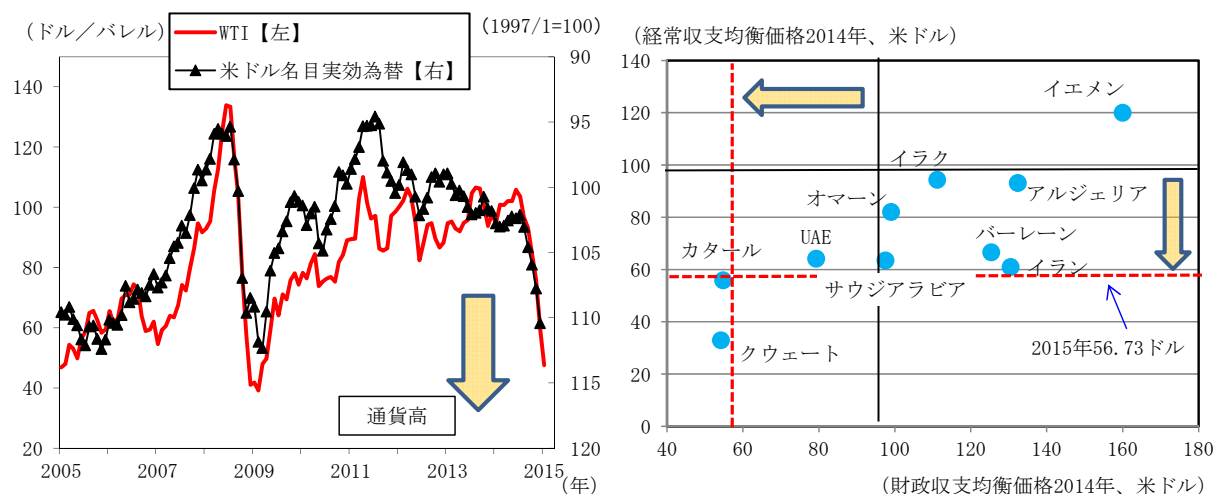
### 中東産油国は双子の赤字へ

中東の産油国は歳入の多くを原油に依存していることから、原油価格の下落は直接的に財政収支の悪化を招くことになる。IMF によると、財政収支（2014 年時点見込み）が均衡するために必要な価格はイランやバーレーン、アルジェリアが約 125～130 ドル、イラクが約 110 ドル、サウジアラビアやオマーンが 100 ドル弱、UAE が 80 ドル弱と現在の市場価格を大きく上回って

おり、財政赤字の状態に陥っているとみられる。クウェートやカタールが相対的に低いものの、それでも 55 ドル弱と、黒字を確保することは難しいだろう。多くの国は過去の黒字分のバッファがあるだろうから、一部の先進国のように、歳出カットなどの赤字削減策に直ちに取り組む必要はないだろう。だが、現在の安値のままでは、ほとんどの国が経常収支も赤字という双子の赤字状態となる。主な産業が原油関連であるために、低価格が長期化すれば経済的に厳しい状況になろう。従って、一段と原油価格が値下がりすれば、OPEC の協調減産の可能性もやや高まるとみられる<sup>24</sup>。

産油国の累積黒字を元にしたファンドが、資金の出し手として多くの投資案件に関わってきたことから、仮に資金が産油国内に引き揚げられる事態になれば、世界金融市場にとって混乱の原因になりかねない。また、引き揚げというほど極端でなくても、新規投資にお金が集まりにくくなるとみられ、株式や不動産などリスク資産への資金流入が控えられた場合、世界経済や金融市場に及ぼす影響はネガティブなものになるだろう。

図表 1-2-3 原油価格と米ドル（左）、中東産油国の均衡原油価格（右）



(注) 実効為替レートは Broad。ブレント、ドバイ、WTI の単純平均価格は 1 バレル当たり 2014 年 96.26 米ドル。IMF (World Economic Outlook UPDATE, 2015 Jan) は、2015 年 56.73 ドル、2016 年 63.88 ドルと仮定している。

(出所) FRB、EIA、IMF 資料より大和総研作成

<sup>24</sup> 但し、OPEC が発表した 2015 年 1 月の石油市場月報によると、昨年 11 月の総会で決めた日量 3,000 万バレルの供給を維持する方針を崩していない。強気の背景には、2015 年 Q1 に需要がさらに落ち込んで原油の供給過剰感が高まるものの、年後半には OPEC 産原油に対する需要が回復して供給過剰が解消すると予測していることがあるのだろう。

## 消費国・生産国両方の側面を持つ米国

エネルギー消費国と生産国という性格を持つ米国の場合、影響は複雑である。一つには原油の純輸入国、つまり消費者という立場があり、米国にとってポジティブである。具体的には、消費者はエネルギー・ガスに支出する額が減り、所得の自由裁量性が高まることになる。つまり、イエレン議長が記者会見で指摘したように、エネルギー価格の下落は“家計の購買力を高める減税のようなもの”である。

一方、米国の企業活動という点では、エネルギー業界全体の収益環境は売上が伸び悩むことからマイナスになると考えられる。ただ、シェール関連の個別企業でみると、それぞれの事情があろう。新規投資を抑制するなどコスト削減を進めて収益性を維持する企業もあれば、設備の生産効率を高めて増産を図る企業、あるいは資金繰りが悪化して破綻する企業も出てこよう。採掘活動が鈍り、国内の新規開発計画が減額・中止になれば、設備投資の減少にもつながる。また、資源開発抑制の傾向が米国だけにとどまらず新興国にも広がると、建機メーカーや掘削用資材を生産している企業に打撃となる。逆に、エネルギー消費セクターの企業、例えば、電力・ガスなど公益企業にとっては増益要因になる。また、家計の購買力が高まれば、消費財関連企業にも恩恵が及ぼう。

### ③ 今後の原油価格の見通し

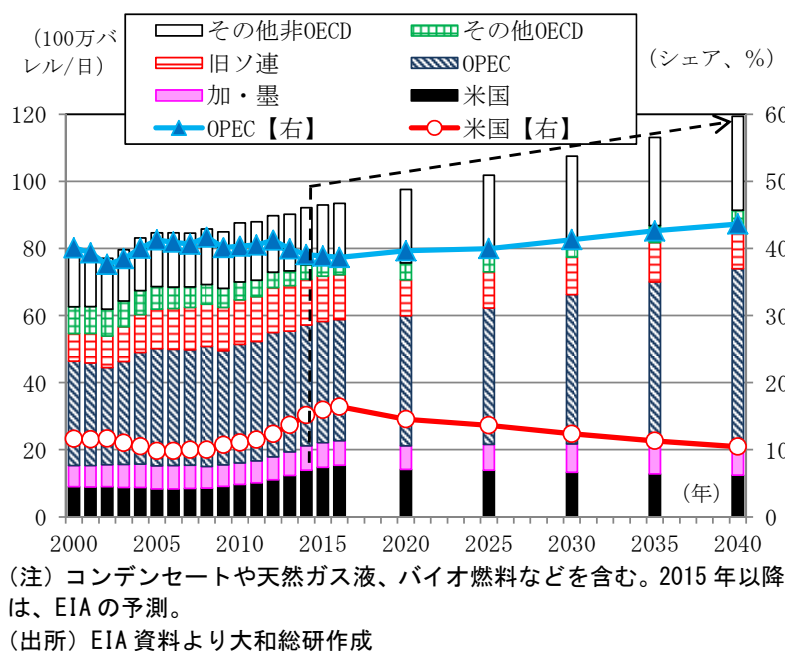
#### 一定の価格支配力を持つ OPEC

今後の世界の原油生産の行方を考えると、確かに、短期的には米国の原油生産量が大きく増えるとみられるが（EIA の 1 月の短期見通し）、中長期的には米国内の原油生産は頭打ちになると予想される。これは、EIA の長期見通しだけでなく、IEA が 2014 年 11 月に発表した World Energy Outlook でも、米国の増産余地が縮減していく姿を予想している。さらに、2040 年までの長期間を見通すと、増産余地のある地域はブラジルと中東であり、7 割近くを占める後者がメインといえよう。足元では、OPEC のシェアは 4 割を若干下回っている程度とピーク時から 10%pt も低くなっているが、2020 年以降は再び存在感が増して、2040 年にはシェアが 44%まで高まると EIA は予想している。

需要サイドをみると、OECD はほぼ横ばい、成長率が鈍化していく中国の需要増加ペースも徐々に頭打ちになる一方（エネルギー効率の高まりも寄与するだろう）、それ以外の地域、具体的にはインドや東南アジア、中東、アフリカや南米において、エネルギー需要が高まっていくと IEA は予想している。



図表 1-2-4 原油生産予測 (EIA)



### 米国の原油輸出の可能性

原油の生産・輸出国といえば OPEC であり、OPEC に加盟していない資源国としては、ロシアやカナダ、メキシコ、ノルウェー、ブラジルなどが挙げられる。この中に加わるかどうか議論されているのが米国であり、天然ガスに続いて、安全保障の観点から輸出が禁止されている原油に対する規制を見直そうとする動きがみられる。海外への輸出が本格化した場合、国内の需給がタイトになって価格上昇圧力につながる恐れもあり、反対する声も根強い。

もともと米国は、世界的にみれば主要な原油生産国の一つではあるが、国内消費量がそれを大幅に上回るために不足分を海外から輸入する構造になってきた。2000 年代前半には約 3 分の 2 を海外に依存し、価格が高騰した 2008 年には輸入全体の 2 割、貿易赤字の半分をエネルギー関連が占めた。それがエネルギー効率の改善による消費量の伸び抑制（経済が拡大しているために消費量自体は増えているが、実質 GDP 成長率を下回る伸びにとどまっている）に加えて、シェール革命による国内のエネルギー調達量の増加と多角化のために、輸入量は 2004 年をピークに減少している。

一方、エネルギー製品の輸出はほぼ横ばいの状態であったが、2000 年代後半に入ると価格上昇に合わせて輸出金額は増加し、2011 年には 1,100 億ドル超と、10 年前の約 10 倍に膨らんだ（この間に原油価格は約 5 倍にアップしたので、輸出量は 2 倍になった）。その後、価格が概ね横ばいで推移するなか、輸出金額は一段と増えて 2014 年には 1,500 億ドルに達する見込みである（つまり輸出量は 2011 年から 3 割増となる）。

シェールガスについては、日本など FTA 非締結国向けの LNG 輸出計画が次々と承認されており、設備が整う 2017～19 年にかけて輸出が本格化するとみられる。一方、原油の輸出は安全保障の観点から長年規制されてきたが、国内の供給過剰（設備制約による面も）を背景に、シェールオイルの輸出解禁を要望する声が出ている。商務省が輸出可能な石油製品の定義を見直したこともあり、期待が高まっている面もある<sup>25</sup>。ただ、国際的な原油価格の上昇に合わせて、原油の輸出解禁の議論が活発になってきたことから（国内で余剰になった原油を、高価格で国際市場において販売できれば高い収益が期待できる）、価格が急落している現状では、輸出の意欲・インセンティブがどれほどあるかは不透明といえよう。しかし、新たな需要先が見つからず、米国内市場が供給過剰で価格が低迷したままであれば、企業の投資意欲が減退し、生産が鈍化する可能性も出てこよう。また、前述した石油パイプライン建設計画に対して反対運動を展開する環境保護派は、当然ながら輸出解禁には反対の立場である。

### 輸出が解禁されると、価格は下がるのか上がるのか

コロンビア大学世界エネルギー政策センターの報告書によると<sup>26</sup>、輸出規制が緩和されれば米国企業は海外という新たな市場で競争することができ、企業活動が活発になるとみられる。そして生産量が増加し、ガソリン価格に低下余地が出てくるという。

これは、安価なガソリンの恩恵を享受できる消費者や、エネルギー消費量が多い企業にとってはポジティブな話である。また、長年のエネルギー輸入国から輸出国に転換することは（原油の性質の違いもあるので必ずしも輸入がゼロになることを意味しないが）、一段と貿易収支を改善させるだろう。しかし、米国内で安価な原油を利用してきた企業にとっては、もし輸出解禁で価格が上振れることになれば、マイナスに作用しよう。

<sup>25</sup> 但し、ホワイトハウスは 2015 年 1 月 13 日に原油輸出規制に変更なしという声明を発表した。

<sup>26</sup> <http://energypolicy.columbia.edu/on-the-record/navigating-us-oil-export-debate>

## 【経済構造分析レポート】

- 近藤智也・溝端幹雄・小林俊介・石橋未来・田中豪「日本経済中期予測（2015年2月）—デフレ脱却と財政再建、時間との戦い」2015年2月3日
- 田中豪「人手不足は本当に深刻なのか？—建設業の人手不足・男性の非正規化・雇用のミスマッチなど」2014年12月1日
- No. 29 石橋未来「大都市圏における在宅ケア普及のカギ—高齢者の孤立を防ぐため、「互助」関係を意図的に創設する」2014年9月30日
- 近藤智也「日本の労働市場の課題—成長戦略を妨げる人手・人材不足」2014年9月1日
- 溝端幹雄「希望をつないだ新成長戦略—改革メニューは示されたが雇用面で課題」2014年9月1日
- No. 28 石橋未来「産後の女性の就労継続を阻むもの—男女間の賃金格差は正と柔軟な労働環境の整備が求められる」2014年8月13日
- 近藤智也・溝端幹雄・小林俊介・石橋未来・神田慶司「日本経済中期予測（2014年8月）—日本の成長力と新たに直面する課題」2014年8月4日
- No. 27 溝端幹雄「希望をつないだ新成長戦略（下）—岩盤規制の改革は大きく進展、あとは実効性の担保」2014年6月27日
- No. 26 溝端幹雄「希望をつないだ新成長戦略（上）—改革メニューは示されたが雇用面で課題」2014年6月27日
- No. 25 石橋未来「拡充される混合診療について—それでも高額な保険外診療は患者の選択肢となりうるか」2014年6月20日
- No. 24 石橋未来「超高齢社会における介護問題—人材・サービス不足がもたらす「地域包括ケア」の落とし穴」2014年5月9日
- No. 23 溝端幹雄「成長戦略の効果を削ぎかねない隠れた要因—電子行政の徹底等による行政手続きの合理化が急務」2014年4月11日
- No. 22 石橋未来「英国の医療制度改革が示唆するもの—国民・患者が選択する医療へ」2014年3月27日
- No. 21 小林俊介「設備投資循環から探る世界の景気循環—期待利潤回復、不確実性低下、低金利の下で拡大局面へ」2014年2月6日
- No. 20 小林俊介「円安・海外好調でも輸出が伸びない5つの理由—過度の悲観は禁物。しかし短期と長期は慎重に。」2014年2月6日
- No. 19 小林俊介「今後10年間の為替レートの見通し—5年程度の円安期間を経て再び円高へ。3つの円高リスクに注意。」2014年2月6日
- 近藤智也・溝端幹雄・小林俊介・石橋未来・神田慶司「日本経済中期予測（2014年2月）—牽引役不在の世界経済で試される日本の改革への本気度」2014年2月5日
- 神田慶司「今春から本格化する社会保障制度改革—真の意味での社会保障・税一体改革の姿を示すべき」（2014年1月29日）

- 鈴木準・神田慶司「消費税増税と低所得者対策—求められる消費税の枠内にとどまらない制度設計」(2014年1月20日)
- 溝端幹雄「安倍政権の成長戦略の要点とその評価—三本目の矢は本当に効くのか？」(2014年1月20日)
- No. 18 石橋未来「診療報酬プラス改定後、効率化策に期待—持続可能な医療のためには大胆かつ積極的な効率化策が必要となろう」2014年1月15日
- No. 17 石橋未来「米国の医療保険制度について—国民皆保険制度の導入と、民間保険会社を活用した医療費抑制の試み」2013年12月16日
- 小林俊介「米国金融政策の変化が世界経済に与えるもの」2013年10月25日
- No. 16 小林俊介「日本は投資過小、中国は投資過剰」の落とし穴—事業活動の国際化に伴う空洞化が進む中「いざなぎ越え」は困難か」2013年10月16日
- 神田慶司「これで社会保障制度改革は十分か—「木を見て森を見ず」とならないよう財政健全化と統合的な改革を」2013年10月11日
- 神田慶司「来春の消費税増税後の焦点—逆進性の問題にどう対処すべきか」2013年9月20日
- No. 15-1 小林俊介「QE3 縮小後の金利・為替・世界経済（前編）—シミュレーションに基づく定量的分析」2013年9月9日
- No. 15-2 小林俊介「QE3 縮小後の金利・為替・世界経済（後編）—グローバルマネーフローを中心とした定性的検証」2013年9月9日
- No. 14 石橋未来「超高齢社会医療の効率化を考える—IT 化を推進し予防・健診・相談を中心とした包括的な医療サービスへ」2013年8月15日
- No. 13 小林俊介「量的緩和・円安でデフレから脱却できるのか？—拡張ドーンブッシュモデルに基づいた構造 VAR 分析」2013年8月15日
- No. 12 溝端幹雄「成長戦略と骨太の方針をどう評価するか—新陳代謝と痛みを緩和する「質の高い市場制度」へ」2013年7月25日
- 鈴木準・近藤智也・溝端幹雄・神田慶司「超高齢日本の30年展望—持続可能な社会保障システムを目指し挑戦する日本—未来への責任」2013年5月14日
- No. 11 溝端幹雄「エネルギー政策と成長戦略—生産性を高める環境整備でエネルギー利用の効率化と多様化を」2013年2月6日
- No. 10 神田慶司「転換点を迎えた金融政策と円安が物価に与える影響—円安だけでインフレ目標を達成することは困難」2013年2月5日
- 近藤智也・溝端幹雄・神田慶司「日本経済中期予測（2013年2月）—成長力の底上げに向けて実行力が問われる日本経済」2013年2月4日

レポートは弊社ホームページにてご覧頂けます。

URL : <http://www.dir.co.jp/>